



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro

por

Rafaela de Souza Emery

ORIENTADOR: Julian Fonseca Peña Chediak

2015.1

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro

por

Rafaela de Souza Emery

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Rio de Janeiro
(PUC-Rio) para a obtenção do Título de
Bacharel em Direito.

Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak

2015.1

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço àqueles que sempre estão ao meu lado, me incentivando e encorajando, aqueles que certamente mais contribuem para o meu sucesso e felicidade: Gustavo e Marcia, meus amados pais. Não há palavras para descrever o quanto sou agradecida por tudo que vocês representam para mim. Vocês são os meus maiores exemplos.

Agradeço ao meu irmão, Rodrigo Emery, por toda amizade e companheirismo. Muito obrigada por todos os conselhos. Muito do que sou hoje eu devo a você, que sempre me aconselhou pessoal e profissionalmente.

Ao meu querido avô Ângelo, meu grande exemplo de coragem, dedicação e sucesso. Só tenho a agradecer por todos os conselhos e por todos os anos que tive a oportunidade de conviver com você. A saudade é imensa, o amor é eterno.

Agradeço ao meu namorado e melhor amigo, Pedro Brigagão, por todo o carinho, companheirismo e compreensão. Esse trabalho sem dúvidas não seria o mesmo sem você. Agradeço imensamente por toda paciência e ajuda na elaboração dessa monografia. Palavras não são suficientes para expressar tudo o que você significa para mim, o quanto me orgulho e me espelho em você.

Às minhas grandes e eternas amigas da PUC, Gabriela Lôbo, Joana Castro e Julia Laffitte, agradeço por toda a companhia e suporte por todos esses cinco anos, que, sem dúvidas, não teriam sido os mesmos sem vocês.

Aos queridos amigos que o Chediak Advogados me trouxe, em especial Caio Pessanha, Carla Dau, Carolina Becman e Carlos Freitas, só tenho a agradecer por todo aprendizado. Representam, sem dúvidas, amizades que durarão por toda a vida.

Por fim, agradeço ao meu orientador Julian Chediak, quem eu tanto admiro. Muito obrigada por toda confiança, aprendizado e incentivo, não

apenas na elaboração desse trabalho como meu orientador, mas também como meu professor, chefe e orientador no programa de monitoria.

Resumo

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.

O presente trabalho tem como objetivo promover uma análise do enquadramento dos contratos de investimento em condo-hotéis no conceito de valor mobiliário. Para tanto, serão analisadas as características dos valores mobiliários, notadamente dos contratos de investimento coletivo, e das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Posteriormente, serão estudadas as duas estruturas de condo-hotéis, quais sejam, os condo-hotéis de unidades autônomas e os condo-hotéis de frações ideais. Ainda, serão examinadas as características dessas duas estruturas à luz dos elementos que compõem os valores mobiliários. Finalmente, serão estudados os requisitos que levaram a Comissão de Valores Mobiliários a dispensar o registro da oferta pública dos condo-hotéis.

Palavras Chave: Mercado de Capitais – Condo-hotéis – Valores Mobiliários – *Howey Definition* – Contrato de Investimento Coletivo – Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários – Unidades Autônomas – Frações Ideais – Comissão de Valores Mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 1 – VALORES MOBILIÁRIOS	12
1.1 A intermediação financeira.....	12
1.2 O mercado de valores mobiliários	16
1.3 O conceito e a evolução histórica dos valores mobiliários	20
1.3.1 A definição de <i>security</i> no direito norte-americano	20
1.3.1.1 Investment of money (investimento em dinheiro).....	23
1.3.1.2 Common enterprise (empreendimento comum)	23
1.3.1.3 Expectation of profits (expectativa de lucro).....	24
1.3.1.4 Solely from the efforts of others (unicamente dos esforços de outros).....	25
1.3.2 A evolução histórica da definição de valores mobiliários no direito brasileiro.....	26
1.3.3 Os valores mobiliários no direito brasileiro.....	29
1.3.3.1 Contratos de investimento coletivo.....	31
1.3.3.1.1 O caso Boi Gordo	33
1.3.3.1.2 Legislação aplicável e publicidade da oferta.....	39
CAPÍTULO 2 – OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	41
2.1 O sistema de registros perante a Comissão de Valores Mobiliários	42
2.1.1 O registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários	46
2.1.2 O registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários	48
2.2 A distinção entre oferta pública e oferta privada.....	53
2.2.1 Os elementos caracterizadores da oferta pública de distribuição de valores mobiliários	56

2.3 As consequências da realização da oferta pública de distribuição de valores mobiliários sem o registro na Comissão de Valores Mobiliários.....	64
CAPÍTULO 3 – AS OFERTAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO HOTELEIRO	65
3.1 Os condo-hotéis	70
3.1.1 A estrutura dos condo-hotéis	72
3.1.1.1 Os condo-hotéis de unidades autônomas individualizadas.....	75
3.1.1.2 Os condo-hotéis de frações ideais.....	78
CAPÍTULO 4 – O CONDO-HOTEL E O CONCEITO DE CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO	81
4.1 O enquadramento da oferta pública dos condo-hotéis no conceito de valor mobiliário.....	81
4.1.1 Investimento em dinheiro	82
4.1.2 Empreendimento comum.....	83
4.1.3 Expectativa de lucro.....	86
4.1.4 Unicamente de esforços de terceiro.....	87
4.2 Os requisitos da dispensa da oferta pública dos condo-hotéis	89
4.2.1 O interesse público.....	90
4.2.2 A adequada informação	91
4.2.3 A proteção ao investidor e os demais requisitos analisados pela Comissão de Valores Mobiliários	93
4.2.4 Demais dispensas solicitadas	96
4.3 A Deliberação CVM nº 734/2015.....	98
CONCLUSÃO	101
BIBLIOGRAFIA.....	104

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o parque hoteleiro brasileiro vem sendo alvo de grande atenção por parte dos incorporadores. Em parte por conta da realização de eventos de grande porte no país, como a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016, esse setor vem demonstrando uma enorme atratividade não apenas aos olhos dos incorporadores, como também aos olhos dos investidores.

Diante de uma maior atenção voltada a esse ramo, ganhou espaço, no setor hoteleiro, o empreendimento estruturado na forma dos chamados *condo-hotéis*. Tal modalidade de empreendimento corresponde a uma estrutura hoteleira em que o investidor adquire uma ou mais unidades autônomas ou frações ideais do empreendimento hoteleiro e, com essa aquisição, o incorporador imobiliário se capitaliza para desenvolver e explorar o empreendimento.

O investidor, por sua vez, torna-se proprietário daquela unidade ou fração ideal e adquire, com isso, o direito de participar nos lucros daquele negócio. Para tanto, ao adquirir a unidade imobiliária ou a fração ideal do imóvel, o investidor obriga-se a inseri-la no *pool* de locação, que será gerido e administrado por uma operadora hoteleira. Os lucros da exploração desse negócio serão repartidos aos investidores conforme estabelecido no contrato ofertado. Dessa forma, os *condo-hotéis* correspondem a uma modalidade de investimento totalmente destinado à operação hoteleira, isto é, ao *pool* de locações.

Motivada pelo excesso de ofertas envolvendo esse tipo de empreendimento imobiliário que vinham sendo realizadas ao mercado sem prévia consulta à CVM, a autarquia publicou, em dezembro de 2013, um alerta ao setor hoteleiro exigindo o registro prévio da oferta dos *condo-hotéis* e

exigindo, ainda, o registro de companhia aberta daquela companhia responsável pelos contratos ofertados.

Esse alerta teve com fundamento o entendimento da CVM de que os contratos dos condo-hotéis que vinham sendo ofertados publicamente ao mercado correspondiam a contratos de investimento coletivo, se encaixando, portanto, no conceito de valor mobiliário previsto no inciso IX, do artigo 2º, da Lei nº 6.385/1976¹.

Com a publicação desse comunicado ao mercado, as incorporadoras imobiliárias dirigiram-se à CVM com o intuito de discutir a necessidade do registro da oferta pública que vinham realizando e de requerer a dispensa dos registros dessas ofertas.

Por conta disso, a CVM vem analisando diversos casos de dispensa de registro das ofertas públicas dos condo-hotéis e, na maioria dos casos decididos até maio de 2015, a autarquia concedeu a dispensa do registro da oferta, bem como outras dispensas, quais sejam: (i) dispensa de contratação de intermediário; (ii) dispensa de observância aos prazos estabelecidos nos artigos 17 e 18 da Instrução CVM nº 400/2003²; e (iii) dispensa de registro de emissor de valores mobiliários.

¹ Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV – as cédulas de debêntures;

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

VI – as notas comerciais;

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

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

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

² Art. 17. O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto ou o Suplemento de que trata o art. 13 não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção.

Assim, reconhecendo a importância desse tema no cenário jurídico-econômico do país, o presente trabalho conta com dois objetivos principais.

O primeiro deles é analisar as características dos condo-hotéis à luz dos elementos dos contratos de investimento coletivo. Em outras palavras, busca-se no presente trabalho analisar se os condo-hotéis podem ser classificados como contratos de investimento coletivo e se, portanto, a oferta pública dos contratos que compõem os empreendimentos estruturados na forma de condo-hotéis se encaixa na noção de valor mobiliário prevista na Lei nº 6.385/1976.

Uma vez entendido que os contratos dos condo-hotéis ofertados publicamente se encaixam na noção de valor mobiliário, partir-se-á ao segundo objetivo principal do presente trabalho, qual seja, a análise do entendimento da CVM acerca das dispensas dos registros a que devem ser submetidos tais valores mobiliários.

Para tanto, esta monografia se estruturará em duas partes, num total de quatro capítulos.

A primeira parte abrange os Capítulos 1 e 2 e terá como foco a análise dos valores mobiliários e da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

O Capítulo 1 abordará o conceito de valores mobiliários adotado no Brasil e a evolução histórica do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, dando-se especial enfoque ao conceito de contratos de investimento coletivo. Por meio deste Capítulo, serão analisados os elementos caracterizadores dos valores mobiliários no direito brasileiro, partindo-se da definição de *security* estabelecida pela Suprema Corte dos Estados Unidos, nos seus quatro elementos: (i) investimento em dinheiro; (ii) empreendimento comum; (iii) expectativa de lucro; e (iv) proveniente unicamente de esforços de terceiros.

Art. 18. A subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses, contado da data de divulgação do Anúncio de Início de Distribuição.

Uma vez entendido o que caracteriza um título como um valor mobiliário, o Capítulo 2 terá como foco a análise das características de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Para tanto, analisar-se-ão os elementos caracterizadores de uma oferta pública previstos na Instrução CVM nº 400/2003. Além disso, será ainda examinado o sistema de registros perante à CVM dos contratos de investimento coletivo ofertados publicamente.

A segunda parte deste trabalho será composta pelos Capítulos 3 e 4 e terá como foco a análise dos condo-hotéis.

O Capítulo 3 exporá a história do desenvolvimento hoteleiro no Brasil e as características dos condo-hotéis em suas duas modalidades: os condo-hotéis de unidades autônomas e os condo-hotéis de frações ideais.

Expostas as características dos dois modelos de condo-hotéis, passar-se-á, no Capítulo 4, à análise dessas características à luz do conceito de contratos de investimento coletivo. Em outras palavras, buscar-se-á, nesse Capítulo, encaixar as características da oferta dos condo-hotéis ao conceito de contratos de investimento coletivo e de oferta pública, ou seja, ao conceito de valor mobiliário.

Finalmente, serão analisadas, ainda nesse Capítulo 4, as dispensas concedidas pela CVM às ofertas públicas dos contratos dos condo-hotéis e os elementos dessas dispensas, examinando-se, também, a Deliberação nº 734, publicada pela CVM em 17 de março de 2015.

CAPÍTULO 1 – VALORES MOBILIÁRIOS

O artigo 2º da Lei nº 6.385/1976³ enumera os títulos que são considerados valores mobiliários no direito brasileiro. Neste artigo, o legislador não prevê a definição de valores mobiliários, mas apenas se restringe a fornecer uma lista daqueles títulos que assim são considerados e que, portanto, são objeto da regulação da CVM.

Conforme explicitado na Introdução ao presente trabalho, este primeiro capítulo abordará o mercado financeiro como mecanismo de intermediação financeira entre os agentes econômicos, tratando da sua subdivisão em quatro segmentos de mercado. Além disso, analisar-se-á o conceito de valores mobiliários adotado no Brasil e a evolução histórica do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Devido à sua relevância para o tema da presente monografia, dar-se-á especial enfoque, dentre os valores mobiliários, ao conceito de contratos de investimento coletivo.

1.1 A intermediação financeira

Uma das principais preocupações das sociedades empresárias é a constante e necessária busca de financiamentos para suas atividades. Muitas vezes, suas disponibilidades financeiras imediatas não são o suficiente para a execução de determinados empreendimentos. Por outro lado, aproveitando-se do fato de que não necessitam de seus recursos imediatamente, investidores

³ Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV – as cédulas de debêntures;

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

VI – as notas comerciais;

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

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

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

estão quase sempre buscando meios de investir suas poupanças em empreendimentos que lhes gerarão novos recursos no futuro.

Alinhando esses interesses, a intermediação financeira consiste na atividade de captação de recursos dos agentes econômicos cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento (agentes superavitários) e o repasse desses recursos aos agentes econômicos cujas pretensões de investimento excedem as suas capacidades de geração de poupança (agentes deficitários).

O canal que possibilita tal intermediação é o mercado financeiro. Conforme explicam EIZIRIK et al,

O mercado financeiro existe justamente porque alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos de uns para outros, para maior otimização dos recursos disponíveis na economia⁴.

O mercado financeiro consiste, portanto, no conjunto de instituições e instrumentos destinados a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros. É basicamente o meio destinado ao fluxo de recursos financeiros entre os poupadores e os tomadores.

O mercado financeiro é dividido em quatro segmentos de mercado que compõem o Sistema Financeiro Nacional⁵: mercado monetário, mercado de câmbio, mercado de créditos e mercado de capitais.

O mercado monetário é aquele em que ocorrem as concessões de empréstimos de curto e curtíssimo prazo, através do qual instrumentos financeiros como títulos do tesouro nacional, papel comercial ou financiamentos interbancários são negociados. Tais operações são destinadas a atender às necessidades imediatas de liquidez dos agentes econômicos.

⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 3.

⁵ A regulação do sistema financeiro, no Brasil, se dá fundamentalmente pelo funcionamento do Conselho Monetário Nacional, da Comissão de Valores Mobiliários, do Banco Central do Brasil e da Superintendência de Seguros Privados.

O mercado de câmbio⁶, por sua vez, é o ambiente abstrato em que são negociadas moedas estrangeiras.

O mercado de crédito e o mercado de capitais são aqueles buscados por poupadores e tomadores para a obtenção de recursos. No mercado de crédito, regulado pelo Banco Central do Brasil, ocorrem as operações de curto e médio prazo, como por exemplo operações de financiamento ao consumidor ou financiamento do capital de giro de empresas.

Neste mercado, a transferência dos recursos ocorre de maneira indireta. Como ensina CHEDIAK,

No mercado de crédito a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma indireta. Os ativos financeiros são objeto de intermediação. As entidades especializadas, autorizadas a funcionar em tais mercados (as instituições financeiras), captam os ativos e os repassam, agindo, porém, em nome próprio. Quando uma instituição financeira recebe recursos provenientes de depósito ou aplicação e os empresta a um terceiro, age em nome próprio. Tanto o aplicador como o tomador mantêm relação direta com o banco, sendo irrelevante para o tomador de onde veio o dinheiro, e irrelevante para o aplicador o destino que ele tomou. Não há relação direta entre o aplicador e tomador⁷.

Ou seja, no mercado de crédito as instituições financeiras⁸ atuam de forma habitual e profissional como intermediárias de crédito, captando recursos dos agentes superavitários e repassando-os aos agentes deficitários.

⁶ WALD, Arnold. *Do regime legal das operações realizadas no mercado de câmbio*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 93, ano XXXIII, 1994. p. 5-35.

⁷ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 531.

⁸ As instituições financeiras estão definidas, no sistema legal brasileiro no artigo 17 da Lei nº 4.595/1964 e no artigo 1º da Lei nº 7.492/1986:

Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

Art. 1º. Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira:

I – a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros;

Em vista disso, a relação das instituições financeiras no mercado de crédito é de *substituição*, ou seja,

no mercado de crédito, a instituição financeira é parte nas relações jurídicas junto aos agentes econômicos superavitários e deficitários, assumindo os riscos e os direitos e obrigações respectivas, uma vez que o detentor e o tomador dos recursos não se relacionam diretamente; entre eles surge a instituição financeira captando e repassando os recursos e assumindo os riscos do inadimplemento dos tomadores de crédito⁹.

A instituição financeira, portanto, repassa os recursos do agente superavitário ao agente deficitário, assumindo os riscos daquela operação e a garantindo com o seu próprio patrimônio. É de responsabilidade também da instituição financeira, no mercado de crédito, a conciliação dos prazos pretendidos pelos aplicadores e tomadores.

O poupador, nas operações realizadas no âmbito do mercado de crédito, tem a única e exclusiva intenção de ser remunerado pelo capital que aplicou. Não há intenção de participar do negócio desenvolvido pelo tomador. Nas palavras de EIZIRIK,

(...) no mercado de crédito, no qual as operações se realizam por meio da intermediação das instituições financeiras na concessão de empréstimos e financiamentos. Nestas operações, o investidor não almeja participar do negócio desenvolvido pelo empreendedor ou dos lucros por este gerados, mas apenas visa à remuneração do capital por ele emprestado. Tais operações de natureza creditícia não estão subordinadas ao regime legal dos valores mobiliários e à fiscalização da CVM, mas, ao contrário, são reguladas e supervisionadas pelo Banco Central¹⁰.

O mercado de capitais, por sua vez, é o ambiente abstrato em que se materializam as operações de médio e longo prazo, incluindo aquelas de prazo indeterminado. Nas palavras de TOLEDO, “o mercado de capitais (...) é aquele

II – a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.

⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 7.

¹⁰ EIZIRIK, Nelson, *A Polêmica sobre a cédula de crédito bancário*, in *Jornal Valor Econômico*, Caderno de Legislação e Tributos, 25.02.08. p. 1.

relativo aos negócios efetuados com valores mobiliários emitidos por companhias abertas realizados em bolsa ou no mercado de balcão”¹¹.

O papel primordial do mercado de capitais é financiar as empresas. Como ensina DUBEUX, “[o] mercado de capitais cumpre a importante função de fazer com que a poupança (nacional e estrangeira) financie a atividade produtiva, isto é, as empresas”¹².

1.2 O mercado de valores mobiliários

No mercado de capitais, há um segmento denominado mercado de valores mobiliários, isto é, o mercado no qual são negociados valores mobiliários. Conforme CANTIDIANO, a “função primordial [do mercado de valores mobiliários] é fazer com que parcela da poupança disponível possa ser aplicada na aquisição de títulos emitidos por aqueles que desejam investir em suas atividades (...)”¹³.

No mercado de valores mobiliários não existe intermediação efetiva, vez que a transferência dos recursos financeiros ocorre de forma direta entre o aplicador e o tomador, podendo existir (e quase sempre existindo) a participação de um intermediário financeiro (bancos, corretoras e distribuidoras) que não age em nome próprio. É o que escreve CHEDIAK:

No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a participação de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta¹⁴.

Nesse mesmo sentido, escreve DUBEUX:

¹¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89 – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 80, ano XXIX, 1990, p. 139.

¹² DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 19.

¹³ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Coord.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 5.

¹⁴ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 531-532.

Detalhe relevante é que, no mercado de capitais, a relação de investimento se dá diretamente entre a companhia emissora de ações e o investidor que as adquire, prescindindo-se portanto da intermediação bancária¹⁵.

Assim, pode-se dizer que a função das instituições especializadas no mercado de valores mobiliários é meramente de *aproximação*. Além disso, a conciliação dos prazos, no âmbito desse mercado, se dá por meio do mercado secundário, que conta com locais especializados na negociação de títulos, como as bolsas, por exemplo.

Outra diferença é que, enquanto as operações realizadas no âmbito do mercado de crédito contam com a segurança fornecida pela capacidade patrimonial das instituições responsáveis pela intermediação, as operações realizadas no mercado de valores mobiliários tiveram que buscar outros mecanismos para sua proteção. Isso porque estas operações não contam com a segurança trazida pela capacidade patrimonial de instituições financeiras, tampouco com a compatibilização de prazos que essas instituições promovem.

Sendo assim, busca-se compensar a falta desse tipo de segurança no mercado de valores mobiliários com a criação de fundos de garantia e com a regulamentação da divulgação de informações confiáveis aos investidores.

A necessidade de busca de mecanismos que concedessem, aos agentes econômicos, segurança no mercado de valores mobiliários, ganhou evidência na crise norte-americana de 1929. Foi nesse cenário que surgiram duas leis base da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos da América: o *Securities Act*, de 1933, e o *Securities Exchange Act*, de 1934. Esses dois atos originaram a *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), entidade que posteriormente veio a inspirar a criação da CVM.

Conforme ensina DUBEUX,

A quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929 (*crack de 1929*), que marca o início da Grande Depressão, demonstrou a necessidade de que houvesse regulação federal

¹⁵ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 19.

sobre o mercado acionário, sobretudo no sentido de que as companhias fossem obrigadas a disponibilizar informações precisas e fidedignas aos investidores acerca dos valores mobiliários emitidos e acerca da sua vida econômico-financeira. Até então, inexistia legislação federal sobre o mercado de capitais. Ele era regulado unicamente pelas entidades auto-reguladoras (bolsas de valores) e pelas leis estaduais – comumente chamadas de *blue sky law* –, que entretanto se mostravam insuficientes para garantir segurança ao mercado.

Nesse contexto, e em resposta à quebra da Bolsa de 1929, o Congresso norte-americano editou o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934*, diplomas federais que, em conjunto, traçaram os fundamentos da regulação norte-americana, posteriormente importada pelos ordenamentos jurídicos de muitos países, inclusive do Brasil¹⁶.

Em geral, o objetivo fundamental do *Securities Act*, de 1933 foi exigir das companhias (e, conseqüentemente, fornecer aos investidores) a prestação de todas as informações necessárias para a avaliação das ofertas públicas de venda de títulos, além de proibir com rigor as práticas fraudulentas nessas vendas. O foco do *Securities Act of 1933* está descrito por RATNER:

The basic purpose of the Securities Act of 1933 is to assure the availability of adequate reliable information about securities which are offered to the public. To achieve this objective, the Act makes it illegal to offer or sell securities to the public unless they have registered. An issuer can register securities by filing with the SEC a 'registration statement' containing certain information specified in the Act and on the SEC's rules and forms¹⁷.

O *Securities Exchange Act*, de 1934, por sua vez, além de ter ampliado a doutrina de prestação de informações, criou a SEC, a agência federal encarregada da regulação do mercado norte-americano. Conforme ensina RATNER,

The Securities Exchange Act of 1934 extended federal regulation to trading in securities which are already issued and outstanding. (...) The Act established the Securities and Exchange Commission and transferred to it the responsibility for administration of the 1933 Act (which had originally been assigned to the Federal Trade Commission). (...) The Securities and Exchange Commission is the agency charged with the principal responsibility for the enforcement and administration of the federal securities law. The 1934 Act provides that the SEC shall consist of five member appointed by the President (the term of one Commissioner expires each year), not more than three of whom shall be members of the same political party¹⁸.

¹⁶ Ibid., p. 39-40.

¹⁷ RATNER, David L. *Securities Regulation in a nutshell*. 6ª ed. St. Paul: West Publishing, 1998, p. 10.

¹⁸ Ibid., p. 10-13.

O motivoda criação da SEC, portanto, foi a necessidade de regular o mercado de capitais com o intuito de fornecer segurança aos agentes econômicos. Para tanto, partiu-se da noção da ampla divulgação de informações, conceito conhecido pelo chamado *full and fair disclosure*. Esse conceito tem como fundamento a concepção de que não é justo que os investidores negociem sem entender o que está sendo negociado e sem ter ciência dos riscos que estão sendo tomados com aquele investimento.

Tais ideias influenciaram, posteriormente, o legislador brasileiro para a criação da CVM, em 1976. Como os valores mobiliários são ofertados ao público em geral, é de suma importância que haja uma agência que regule o mercado em que esses valores mobiliários serão postos em circulação. Assim, o papel da CVM como agência reguladora de condutas é de garantir a divulgação do mercado, de maneira clara e justa, de todas as informações relevantes, para que os agentes econômicos possam atuar no mercado e investir em valores mobiliários de maneira consciente e informada¹⁹.

Como ensina DUBEUX,

Na verdade, toda regulação econômica tem por fim enfrentar e superar as falhas do mercado, isto é, as deficiências que por si só o mercado não consegue superar, dificultando o seu desenvolvimento. No mercado de capitais, a principal falha verificada é a assimetria de informações entre os investidores. O pressuposto de um mercado teórico idealmente eficiente é o acesso equitativo de todos os participantes

¹⁹ Nas palavras de EIZIRIK et al, “(...) o mercado de valores mobiliários mereceu, por parte do Estado, uma disciplina própria, consubstanciada na edição de legislação específica sobre a matéria – a Lei nº 6.385/1976 – e, ainda, na criação de um órgão estatal – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – com a finalidade de disciplinar, regular e fiscalizar, exclusivamente, esse segmento do Sistema Financeiro Nacional. Daí a relevância de se precisar o que é considerado valor mobiliário” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 27). Assim também escreveram PACHECO et al: “Inspirada na Securities and Exchange Commission (SEC), a CVM foi criada em 1976 pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”). Inicialmente constituída como autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, a CVM foi criada tendo como base as seguintes premissas: (a) estabelecimento de um sistema de informações que fossem necessárias para a tomada de decisões pelos investidores, sem que a CVM fizesse qualquer juízo de valor acerca das informações que seriam divulgadas; (b) autorregulação para o mercado; e (c) qualificação para o exercício de determinadas atividades no mercado, incluindo com o estabelecimento de regras de conduta” (PACHECO, Aline; CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira de; MARQUES, Evy Cynthia; MILNITZKY, Mariana Ventura. *CVM: Limites de sua Competência*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II - Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier, 2014, p. 34).

às informações sobre o próprio mercado e sobre os seus produtos. É contra essa “falha de informações” que fundamentalmente se preocupa a CVM²⁰.

1.3 O conceito e a evolução histórica dos valores mobiliários

O conceito de valores mobiliários é de suma importância por delimitar a atuação da CVM e a aplicação da Lei nº 6.385/1976.

Conforme mencionado, a CVM foi criada em 1976 através da Lei nº 6.385/1976 com o intuito de regular, disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. A competência dessa agência reguladora, portanto, seria demarcada pelo que se demonstrou o novo problema ao legislador da época: a definição de valor mobiliário.

Como se verá a seguir, a solução foi encontrada no direito estrangeiro.

1.3.1 A definição de *security* no direito norte-americano

Os valores mobiliários passaram a receber tratamento legal nos Estados Unidos a partir de 1933, com a edição do *Securities Act*. Neste ato, tais títulos foram definidos na *Section 2*, a qual estabelece:

SEC. 2. (a) DEFINITIONS —When used in this title, unless the context otherwise requires —(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

Por meio dessa definição, constata-se que o legislador norte-americano, da mesma forma que o europeu, limitou-se a enumerar os títulos que seriam considerados valores mobiliários, sem defini-los. A diferença entre os dois

²⁰ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 31-32.

sistemas recai sobre a inclusão dos chamados *investment contracts* na lei americana, conforme explica CHEDIAK:

Nos Estados Unidos, na realidade, existe definição legal de *security* que, de certa forma, é restritiva, como a da Lei 6.385, e que está contida em algumas leis, inclusive nos Securities Act de 1933 e Securities and Exchange Act de 1934. Dentro da lista de valores mobiliários (*securities*) incluída com tais normas, o legislador fez incluir os chamados *investment contracts*²¹.

Diante da falta de definição legal de *securities*, coube à jurisprudência norte-americana determinar o seu conceito. Para tanto, partiu-se da definição dos chamados *investment contracts*.

A primeira vez em que esse assunto foi apreciado pela Suprema Corte foi no julgamento do caso SEC v. C.M. Joiner Leasing Corporation, em 1943²². Tratava-se de uma companhia que arrendou lotes de terra para a realização de pesquisa e perfuração do solo para extração de petróleo. Para se capitalizar e poder exercer tal atividade, a companhia realizou cessões dos respectivos contratos de arrendamento ao público.

A Suprema Corte decidiu, no julgamento do caso, que tais cessões seriam consideradas *securities*, vez que constituíam contratos de investimento (*investment contracts*). Porém, a definição de *investment contracts* não foi tratada pelos julgadores.

O *leading case* que tratou dessa definição foi julgado nos Estados Unidos em 1946. Trata-se do caso SEC v. W. J. Howey Company, que envolveu a venda de pequenos lotes de terras a centenas de pessoas para plantio por uma companhia e sua subsidiária. Em contrapartida, a companhia subsidiária comprometia-se a prestar serviços de plantio da terra e de comercialização dos produtos colhidos.

²¹ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 534.

²² ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 142, ano XLV, 2006, p. 212.

A Suprema Corte entendeu que a oferta dessa oportunidade de investimento equivalia-se a oferta de um contrato de investimento, uma vez que, ao aceitarem a oferta da *W. J. Howey Company* de sua subsidiária, os investidores atuavam de forma passiva investindo em um negócio que seria dirigido por terceiro e sobre o qual não detinham nenhum conhecimento.

Com o julgamento deste caso,

definiu[-se] *investment contract* como sendo toda transação através da qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa²³.

Tal conceito ficou conhecido como *Howey definition*.

O conceito amplo de *securities* admitido no direito norte-americano recai, portanto, na ideia de que são considerados valores mobiliários não apenas os títulos tradicionalmente emitidos pelas sociedades anônimas, mas também qualquer contrato de investimento correspondente a um investimento em dinheiro em um empreendimento em comum e cujos lucros dependam de esforços de terceiros.

A partir dessa definição, as cortes norte-americanas passaram a examinar, nos casos concretos, se estavam presentes os elementos compreendidos na *Howey definition*, quais sejam: (i) *investment of money*; (ii) *common enterprise*; (iii) *expectation of profits*; e (iv) *solely from the efforts of others*.

Antes de se passar à análise de cada um desses elementos, vale mencionar que os tribunais norte-americanos, por diversas vezes, não exigem o preenchimento de todos esses quatro elementos da *Howey definition* para que determinado título seja considerado valor mobiliário, conforme explicado por EIZIRIK:

²³ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 535.

(...) os Tribunais nem sempre exigem o preenchimento de todos os aspectos da *Howey definition* para considerar determinado título um valor mobiliário. Em várias ocasiões, os julgadores, embora tenham verificado a ausência de um ou mais requisitos da *Howey definition*, ainda assim decidiram pela inclusão dos instrumentos ou operações no âmbito dos valores mobiliários²⁴.

1.3.1.1 *Investment of money* (investimento em dinheiro)

A ideia central deste elemento da *Howey definition* é a de investimento que implique em transferência, pelo investidor, de dinheiro ou bem para um investimento comum, com a finalidade de obter um retorno financeiro. O investimento não necessariamente deve ser feito em dinheiro, mas pode ser realizado em qualquer outro bem que tenha valor. Como ensina MATTOS FILHO,

Não tem, portanto, sentido limitar as contribuições a dinheiro somente como fez a primeira decisão da Suprema Corte Americana que conceituou a que seja valor mobiliário. Claro está que na grande maioria das transações ela se opera pela entrega de dinheiro do investidor; entretanto, há situações nas quais há entrega de trabalho, por exemplo, em troca do recebimento de valor mobiliário, como ocorre em algumas negociações salariais. Também poderá haver a compra de valor mobiliário sem a entrega de qualquer valor monetário ou outro qualquer, na medida que o investimento seja feito a crédito²⁵.

Em outras palavras, para que seja caracterizado um *security*, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento.

Veja-se, nesse sentido, trecho da decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso *SEC v. Howey Co.*:

The test is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others. If that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or nonspeculative, or whether there is a sale of property with or without intrinsic value²⁶.

1.3.1.2 *Common enterprise* (empreendimento comum)

Este elemento da *Howey definition* refere-se a ideia de que os recursos investidos devem ser obtidos junto ao público, isto é, os valores mobiliários são

²⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 36.

²⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: n° 59, ano XXIV, 1985, pp. 41-42.

²⁶ *SEC v. Howey Co.* 328 U.S. 293 (1946).

oferecidos a uma diversidade de pessoas. Tais investidores optam por investir em um determinado negócio com a expectativa de auferir lucro.

Conforme explicado por EIZIRIK,

A noção de empreendimento comum contida na *Howey definition* remonta à ideia de que, em geral, o valor mobiliário é oferecido a diversas pessoas, que partilham um mesmo conjunto de ativos, com a expectativa de auferir lucros decorrentes dos esforços do promotor do negócio ou do instrumento que está sendo ofertado²⁷.

Ainda nesse sentido ensina ALVARES que “o requisito do empreendimento comum significa que os investidores devem compartilhar um único conjunto de ativos, sujeitando-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio”²⁸.

Para ser considerado valor mobiliário, portanto, o investimento deve ser coletivo, isto é, realizado comumente por vários investidores.

1.3.1.3 *Expectation of profits (expectativa de lucro)*

A expectativa de lucro é característica essencial aos valores mobiliários. O investidor, ao adquirir uma *security*, tem a expectativa de obter um retorno pelo seu investimento.

Dessa forma, o investimento deve ser feito com expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho²⁹.

Nesse sentido, veja-se trecho da decisão da Suprema Corte Norte-Americana no julgamento do caso *SEC v. Howey Co.*:

They [os investidores] are predominantly business and professional people who lack the knowledge, skill, and equipment necessary for the care and cultivation of citrus trees. They are attracted by the expectation of substantial profits³⁰.

²⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 37.

²⁸ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O atual conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 142, ano XLV, 2006, p. 214.

²⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 14, ano XIII, 1974, pp. 51-52.

1.3.1.4 ***Solely from the efforts of others*** (unicamente dos esforços de outros)

Esse elemento foi muito discutido pela SEC, vez que o termo “*solely*” (unicamente) poderia afastar a proteção oferecida ao regime das *securities* nos casos em que houvesse alguma participação do investidor no retorno do negócio.

Concluiu-se que este requisito da *Howey definition* se refere a ideia de que,

ainda que requeiram algum esforço ou participação dos investidores, os instrumentos ou negócios ofertados podem ser considerados contratos de investimento, e, consequentemente, valores mobiliários, se as funções ou obrigações essenciais para o sucesso do empreendimento tenham sido desenvolvidas por terceiros³¹.

Aqui pode ser verificada a questão da passividade do investidor, ou seja, ele investe em um empreendimento em que não terá o direito de participar do seu desenvolvimento, dependendo, portanto, exclusivamente, dos esforços de outros para que aquele negócio dê certo. Nas palavras de LEÃES,

Na definição oferecida pela tese *Howey*, a *security* é concebida como toda e qualquer transação em que o investidor põe o seu dinheiro num negócio comum, com o escopo de obter lucro através dos esforços exclusivos do captador dos recursos ou de uma terceira pessoa (“*solely from the efforts of the promoter or a third Party*”). Quer dizer: é característico do investidor a sua passividade: ele não tem o direito de participar das decisões do negócio, totalmente entregue a terceiros: ele é um simples fornecedor de capital³².

Dessa forma, baseando-se apenas na denominação de um título, não se pode dizer se ele é ou não considerado valor mobiliário. É preciso, portanto, que este título seja analisado e avaliado em cada hipótese concreta, para que se verifique se foram atendidos os requisitos da *Howey definition*.

³⁰ *SEC v. Howey Co.* 328 U.S. 293 (1946).

³¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 43-44.

³² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Direito Comercial: Textos e Pretextos*. São Paulo: Bushatsky, 1976. p. 257.

1.3.2 A evolução histórica da definição de valores mobiliários no direito brasileiro

A evolução do conceito de valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro foi lenta e gradual. Inicialmente, a Lei 4.728, de 9 de dezembro de 1965, referia-se aos valores mobiliários sem conceituá-los. Tendo em vista que o mercado era incipiente, contudo, a regulação (então realizada pelo Banco Central) não fez falta e não causou maiores prejuízos.

A definição de valores mobiliários no direito brasileiro passou a ser uma questão de grande relevância com a criação da CVM, em 1976. O legislador brasileiro, portanto, buscou no direito estrangeiro a solução para este problema.

Constatou-se que existiam dois sistemas distintos sobre essa matéria: o sistema norte-americano, que conferia um tratamento extensivo ao conceito de valores mobiliários, e o sistema europeu, que atribuía uma aceção mais restrita aos mesmos, de forma a considerar como valores mobiliários apenas aqueles previstos em lei. Como ensina CHEDIAK,

Com o crescimento do mercado e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, porém, o legislador não teve como escapar de definir o que seria valor mobiliário, até mesmo para efeitos de demarcar a competência da nova agência. O legislador brasileiro tinha a opção de seguir o modelo norte-americano, que dá aos valores mobiliários um conceito mais extenso, ou o europeu, onde, normalmente, se atribui um conceito mais restritivo³³.

Inicialmente, o legislador brasileiro optou pelo sistema restritivo europeu, enumerando quais seriam os valores mobiliários cuja emissão e negociação estariam sujeitas ao novo regime de competência da CVM.

Ou seja, na sua origem, a Lei nº 6.385/1976 previa taxativamente as espécies de valores mobiliários (ações, partes beneficiárias, debêntures, cupões destes títulos e bônus de subscrição, certificados de depósito). Com o passar do tempo e com a evolução do mercado, essa previsão tornou-se insuficiente para a proteção dos investidores, na medida em que novos instrumentos que não

³³ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 534.

estavam especificamente enumerados nesta legislação passaram a ser negociados no mercado.

Dessa forma, o conceito anteriormente considerado restritivo foi alterado quando da emissão da Medida Provisória nº 1.637/1998, convertida na Lei nº 10.198/2001 e, posteriormente, na Lei nº 10.303/2001, as quais consagraram no ordenamento jurídico brasileiro o sentido mais amplo dos valores mobiliários, baseado no sistema norte-americano.

Em outras palavras, foi editada, então, a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, por meio da qual o sistema brasileiro, que até então adotava o conceito restritivo de valores mobiliários, passou a adotar um conceito baseado no sistema norte-americano, consagrando no ordenamento jurídico brasileiro o sentido mais amplo dos valores mobiliários, baseado no conceito de *security*³⁴.

A Lei nº 10.198/2001 foi, portanto, um marco importantíssimo no mercado de capitais brasileiro, ao estabelecer que seriam considerados valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976, os contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente, definindo-os como “os 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”.

A fim de complementar as reformas empreendidas no mercado de capitais, foi editada, ainda em 2001, a Lei nº 10.303. Entre outras inovações, a Lei nº 10.303/2001 incluiu no conceito de valor mobiliário os chamados derivativos e as quotas de fundos de investimento³⁵.

Além disso, a Lei nº 10.303/2001 alterou minimamente a redação dada pela Lei nº 10.198/2001 sobre os contratos de investimento coletivo, incluindo

³⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo* (“Boi Gordo” e Outros). Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 108, ano XXXVI, 1997, p. 91.

³⁵ Ibid., p. 57.

no conceito de valor mobiliário “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”³⁶.

Adotou-se, portanto, a acepção ampla do conceito de valores mobiliários no ordenamento jurídico brasileiro, em contrapartida à acepção restrita anteriormente adotada.

A submissão de determinado título ou contrato ao regime legal dos valores mobiliários, portanto, passou a pressupor a existência dos seguintes elementos essenciais:

(a) a sua caracterização como modalidade de investimento coletivo, isto é, o fato de ser destinado a circular em massa, perante uma pluralidade de investidores; (b) o fornecimento de recursos, em dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica, por parte do investidor para o emissor do título ou contrato; (c) a gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados; (d) o fato de tratar-se de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente; (e) a expectativa do investidor em participar diretamente dos lucros resultantes do empreendimento comum gerido pelo empreendedor ou por terceiros, e (f) a circunstância de o investidor partilhar os riscos do empreendimento no qual ele deseja participar, que são diversos dos riscos meramente comerciais ou de crédito³⁷.

A amplitude do conceito de valores mobiliários alargou o âmbito de atuação e fiscalização da CVM e teve como principal vantagem a previsão de situações futuras diante o desenvolvimento do mercado, de forma a evitar a constante reformulação da legislação sobre o mercado de capitais.

Dessa forma, “além dos títulos expressamente previstos no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, também deverão ser considerados valores mobiliários

³⁶ Inciso IX, artigo 2º da Lei 6.385/1976.

³⁷ EIZIRIK, Nelson, *A Polêmica sobre a cédula de crédito bancário*, in *Jornal Valor Econômico*, Caderno de Legislação e Tributos, 25.02.08. p. 1.

aqueles incluídos no conceito de contrato de investimento coletivo, a que se refere o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976”³⁸.

1.3.3 Os valores mobiliários no direito brasileiro

Na definição de valor mobiliário, o legislador brasileiro de 1976 se viu diante de um dilema. Ao mesmo tempo em que a definição legal deveria ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado, ela deveria ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver.

Como já mencionado, em sua redação original, a Lei nº 6.385/1976 resolveu esse dilema da seguinte forma: em primeiro, fixou uma lista exaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; em segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) competência para alterar essa lista, o que tornava o regime legal mais flexível.

Desde que foi editada a Lei nº 6.385/1976, portanto, a CVM e o CMN vinham aditando novos valores mobiliários ao rol original da Lei da Comissão de Valores Mobiliários.

Ainda que inicialmente esta estratégia tenha se mostrado bem sucedida, ela logo se tornou inadequada, vez que o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Nas palavras do diretor Marcos Barbosa Pinto no voto proferido no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 2007/11593, em 15 de janeiro de 2008,

Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de "valor mobiliário", apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular³⁹.

³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 57.

³⁹ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593. Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, decidido pelo Colegiado da CVM em 22 de janeiro de 2008.

Assim, foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que ampliou o conceito de valor mobiliário. Com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, este conceito amplo de valor mobiliário foi incorporado na Lei nº 6.385/1976⁴⁰.

Importante salientar, ainda, que após a promulgação da Lei nº 10.303/2001, entendeu-se que não caberia mais à CVM e ao CMN a inclusão de quaisquer outros valores mobiliários no rol da Lei nº 6.385/1976, tendo em vista o caráter flexível dos conceitos de derivativos e de contratos de investimento coletivo consagrados pela Lei nº 10.303/2001. Isto é, com a inclusão desses dois conceitos no rol de valores mobiliários, presume-se que o legislador previu que não será mais necessária a ampliação do elenco dos títulos considerados valores mobiliários. Como explica CHEDIAK,

Vale ressaltar que a Lei 10.303 retira do Conselho Monetário Nacional a competência para criar novos valores mobiliários de emissão de sociedades anônimas. Isso pode parecer, à primeira vista, inadequado, na medida em que a criação de novos valores mobiliários pelo Conselho Monetário Nacional mostrou-se de grande utilidade, na vigência anterior da Lei 6.385. Tendo em vista, porém, a definição de contrato de investimento coletivo que, agora, se confunde com a própria definição de valor mobiliário (...), parece acertada a decisão do legislador de excluir a competência do Conselho Monetário Nacional, nessa questão⁴¹.

Na mesma linha, ensina EIZIRIK,

Com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, não caberá mais à CVM e ao CMN a inclusão de quaisquer outros valores mobiliários por meio da edição de normas regulatórias. Em virtude do caráter flexível dos conceitos de derivativos e de “contratos de investimento coletivo”, consagrados na Lei nº 10.303/2001, presume-se que o legislador entendeu que não será mais necessária a ampliação do elenco de ativos considerados valores mobiliários⁴².

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. *Os valores mobiliários na nova lei das S/A*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 124, ano XL, 2001. p. 74.

⁴¹ CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 537-538.

⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 58.

Dessa forma, a lista de valores mobiliários previstos no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 passou a ser exaustiva e não mais exemplificativa⁴³ e conta com a seguinte redação:

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

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

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

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

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

VI - as notas comerciais;

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

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

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

Como se vê, o inciso IX deste artigo inspirou-se fortemente em decisões da Suprema Corte Americana a respeito de *security*.

Considerando o tema do presente trabalho, qual seja, o enquadramento das ofertas dos condo-hotéis na definição dos contratos de investimento coletivo dada pelo inciso IX, do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, passar-se-á à análise do referido inciso.

1.3.3.1 Contratos de investimento coletivo

O inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 prevê que também constituem valores mobiliários

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

Como já exposto neste trabalho, a redação do artigo 2º repetiu o conceito contido na Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001.

⁴³ Ibid., p. 59.

Os contratos de investimento coletivo foram, portanto, incluídos no rol de títulos denominados valores mobiliários com o intuito de conferir à CVM o poder de regulamentar e fiscalizar a negociação pública destes contratos.

A necessidade de regulamentação e fiscalização da negociação pública dos contratos de investimento coletivo surgiu, principalmente, no início da década de 90 no Brasil, quando houve a intensificação do fenômeno da oferta pública de contratos de investimento coletivo que se fundavam na ideia de parceria entre o empreendedor e o investidor. Por meio destes contratos, o empreendedor prometia rendimentos advindos de seu esforço em atividades geralmente de cunho agropecuário, como aquelas de engorda de animais.

Foram constatados prejuízos causados por muitas das sociedades que ofertaram publicamente os denominados contratos de investimento coletivo, tendo em vista as irregularidades que essas sociedades vinham cometendo, tais como a não divulgação das necessárias informações sobre o empreendimento.

Dessa forma, milhares de investidores tomaram sua decisão de investimento sem estar cientes dos riscos inerentes àquele negócio.

Neste sentido, o primeiro caso que ganhou grande repercussão pública e acarretou enormes prejuízos para milhares de investidores foi o chamado Caso Boi Gordo. Considerando que na época tal modalidade de investimento em contratos lastreados em produtos agropecuários estava sendo praticada por muitas sociedades e, por isso, ganhou grande apelo público, essa forma de investimento ficou conhecido como “contratos de boi gordo”.

Foi neste contexto das irregularidades que vinham sendo cometidas com as transações envolvendo os contratos de boi gordo, cuja regulamentação era inexistente (vez que não possuía o órgão regulador competência legal para discipliná-los) que foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, cujos teores já foram explicitados neste trabalho. De acordo com EIZIRIK,

A principal preocupação do legislador, ao editar a Lei nº 10.198/2001, foi a de regular os contratos realizados com derivativos e *commodities*, e, em especial, os chamados “contratos de boi gordo”. Com efeito, desde o final de 1997, a CVM vinha defendendo a necessidade de regulamentação dos contratos de investimento lastreados em produtos agropecuários.

1.3.3.1.1 O caso Boi Gordo

O principal caso envolvendo a distribuição irregular de contratos de investimento coletivo foi protagonizado pela Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. Esta companhia registrou-se como companhia aberta emissora de contratos de investimento coletivo perante a CVM em 1998.

Tal caso foi julgado em 13 de dezembro de 2001 pela autarquia no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2001/6094, de relatoria do diretor Luiz Antonio Sampaio Campos⁴⁴.

A Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A., que ficou conhecida como Boi Gordo, foi fundada em 1985 e atingiu seu ápice nos negócios em 1996. Os negócios da companhia envolviam a distribuição pública de contratos de investimento coletivo que fundavam-se na engorda de bovinos.

Em fevereiro de 2001 a CVM recebeu, de um suposto funcionário da Boi Gordo, uma denúncia anônima sobre a negociação, por esta companhia, de contratos de investimento coletivo antes da obtenção do devido registro perante a autarquia, o que originou o referido inquérito administrativo.

Além da Boi Gordo, os administradores desta companhia, Antônio Carlos de Andrade (diretor sem designação específica), Klecius Antônio dos Santos (diretor sem designação específica) e Paulo Roberto de Andrade (diretor presidente), foram incluídos no rol de acusados do processo instaurado pela CVM.

⁴⁴ Além desse processo, a Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. foi acusada em outros dois processos administrativos julgados por esta autarquia, quais sejam o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 17/2001 e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2002/3535.

Apurou-se que a Boi Gordo vinha captando recursos junto ao público, desde 1999, mediante boletins de subscrição pagos à vista. O investidor efetuava o pagamento à vista do valor do contrato à companhia e, com este pagamento, passava a fazer jus aos rendimentos capitalizados. Assim, somente após a obtenção do registro da oferta perante a CVM, a Boi Gordo entregaria o respectivo contrato de investimento coletivo ao investidor. Como mencionado no relatório do processo em questão:

Ainda de acordo com as inspeções realizadas, detectou-se que a captação de recursos junto ao público dava-se mediante boletins de subscrição, pelo que o investidor efetuava o pagamento à vista do valor do contrato à Boi Gordo e já fazia jus aos rendimentos capitalizados. Somente quando obtido o registro perante a CVM, é que a Boi Gordo entregava o respectivo CIC ao investidor⁴⁵.

Tal modalidade de investimento contava com o seguinte esquema: os empreendedores tomavam um investimento junto ao público com o intuito de utilizar tais recursos na aquisição, criação e engorda dos bovinos. Em contrapartida, se comprometiam a distribuir entre os investidores os lucros originados da venda dos animais. Nas palavras de EIZIRIK,

O sistema de funcionamento das empresas que negociam com “boi gordo” é semelhante ao de um clube de investimentos: os investidores, chamados de “parceiros proprietário”, aplicam seus recursos e os vendedores ou “parceiros tratadores e criadores” encarregam-se da compra, engorda e venda do animal⁴⁶.

De acordo com o relatório do processo administrativo, a defesa dos administradores da Boi Gordo sustentou que os três diretores acusados não possuíam qualquer envolvimento com os negócios que a companhia vinha praticando.

De acordo com o diretor relator, os negócios da companhia eram, certamente, de conhecimento de seus administradores e, por óbvio, caberia à diretoria a solicitação do registro da distribuição pública dos contratos de

⁴⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2001/6094, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 13.12.2001.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 124.

investimento coletivo para que, posteriormente, fosse realizada a captação dos recursos decorrentes da distribuição desses contratos.

Ainda conforme o voto do relator, a companhia arrecadou, com a colocação de tais contratos no mercado, recursos da ordem de R\$280 milhões. Seria, portanto, impossível que seus diretores não possuíssem ciência da origem de tais recursos e que não tivessem autorizado a execução da operação. Assim, os administradores da Boi Gordo foram condenados.

Com relação à acusação sobre a Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. pela distribuição irregular de valores mobiliários, sua defesa arguiu que o negócio somente seria efetivado com a emissão do contrato de investimento coletivo, que ocorreria após a obtenção do registro da distribuição perante a CVM. Os boletins de subscrição, portanto, nada mais eram do que meios de se efetivar a reserva, pelo investidor, de um futuro investimento que, como dito, somente se efetivaria com a entrega dos contratos de investimento coletivo.

Em primeiro lugar, o diretor relator destacou, em seu voto, que, apesar dos defendentes alegarem tratar-se de solicitações de reserva, o documento que era firmado entre a companhia e os investidores tratava-se de boletim de subscrição de contrato de investimento coletivo, tendo sido, portanto, os rendimentos do título capitalizados desde o pagamento desses boletins.

Além disso, de acordo com o diretor relator, ainda que tais títulos pudessem ser considerados reservas (como defendido pelos acusados), a Instrução CVM nº 296/98 (que tratava da distribuição pública de contratos de investimento coletivo) não cogitava do recebimento dessas reservas.

A norma da CVM que permitia o pedido de reserva era a Instrução CVM nº 13/80 (atualmente revogada pela Instrução CVM nº 400/2003), que, segundo o diretor relator, não poderia ser aplicada ao caso. Essa inaplicabilidade se dava, principalmente, pelo fato dos contratos de investimento coletivo serem regulados especificamente pela Instrução CVM nº

296/98, não abrindo brecha para lacunas a serem preenchidas pela outra instrução.

Em outras palavras, no caso de lacuna da regulação de determinados valores mobiliários (como por exemplo os bônus de subscrição e as debêntures), a Instrução CVM nº 13/80 poderia ser aplicada como um meio de preencher as brechas dessa regulação. Não era esse, porém, o caso dos contratos de investimento coletivo. Estes já possuíam, à época, regulação própria e específica na Instrução CVM nº 296/98, que não permitia o pedido de reservas.

Ainda assim, se a defesa no sentido de considerar os boletins de subscrição como pedidos de reservas para a posterior efetivação do investimento por meio dos contratos de investimento coletivo pudesse ser acatada, seria aplicado o artigo 27 da Instrução CVM nº 13/80⁴⁷:

Art. 27 – É admissível o recebimento de reservas para subscrição de ações, desde que:
I – tenha sido requerido o registro da distribuição;
II – haja prospecto preliminar à disposição dos investidores;
(...)

Ou seja, o procedimento de reservas tratado por esta instrução exigia expressamente como condição à sua adoção o pedido prévio de registro de distribuição e a existência de prospecto preliminar à disposição dos investidores. O fato era que, no caso em questão, não havia o prospecto preliminar para os investidores, tampouco o pedido de registro de distribuição.

Por fim, o diretor apontou que o registro de distribuição pública dos contratos de investimento coletivo perante a CVM não possui caráter meramente homologatório, ou seja, não se pode distribuir para depois comunicar a CVM sobre a distribuição. A ideia da obtenção do registro é justamente o contrário, deve-se obter o registro previamente à distribuição dos valores mobiliários, uma vez que a autarquia visa a garantir que o público tenha

⁴⁷ Nesse mesmo sentido, foi citado também, no referido voto, o artigo 21 da mesma Instrução da CVM.

acesso a informações relevantes para a decisão de investimento. Nas palavras do diretor relator:

Esse sistema, utilizado pelos defendentes, para buscar a poupança popular, os recursos do público em geral, sem os procedimentos próprios exigidos pela CVM e imaginar que a obtenção do registro, a *posteriori*, tivesse o condão de sanar e regularizar o procedimento anterior, embora possa ser conveniente para os defendentes, não se presta ao caso específico.

A CVM não é um órgão referendador, mas sim um órgão que busca garantir as informações necessárias a que o público possa, previamente à subscrição de algum valor mobiliário, ou da entrega de sua poupança, avaliar o risco e fundamentadamente realizar a decisão de investimento. O registro deve ser prévio e é por isso que o artigo 19 da Lei nº 6.385/76 estabelece que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem o prévio registro na Comissão”. Esta norma foi igualmente violada⁴⁸.

Considerando todos esses argumentos, o diretor relator concluiu:

Digo, a propósito, que a irregularidade ora em tela traduz-se em afronta ao princípio fundamental da regulação do mercado de valores mobiliários, que é a necessidade de registro prévio à distribuição pública como método e sistema de viabilizar ao público em geral, e, especificamente, aos investidores a que se destina a oferta, as informações julgadas necessárias e convenientes pela CVM, com o objetivo de permitir e abalizar a decisão de investimento destes. É isso que, em essência, foi violado⁴⁹.

A Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. não foi condenada ao pagamento de multa no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 2001/6094, tendo em vista o entendimento de que a aplicação de eventual multa à companhia poderia acarretar ônus adicionais àqueles investidores que já haviam adquirido os contratos de investimento coletivo.

O caso Boi Gordo foi muito importante e ganhou enorme repercussão no Brasil, vez que nele foi averiguada a colocação irregular de contratos de investimento coletivo que somavam valores altíssimos. Na época, aproximadamente trinta mil investidores foram prejudicados com o investimento. Em 2004, foi decretada a falência da Fazenda Boi Gordo S.A.

⁴⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2001/6094, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 13.12.2001.

⁴⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2001/6094, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 13.12.2001.

No âmbito dos Processos Administrativos Sancionadores nº RJ2001/7686⁵⁰, RJ2003/0435⁵¹, RJ2003/12818⁵², 23/2004⁵³, RJ2005/4356⁵⁴, RJ2005/1160⁵⁵, 09/2005⁵⁶, RJ2007/13207⁵⁷ e 14/2008⁵⁸, que guardam grande semelhança com o caso boi gordo, a CVM manifestou o mesmo entendimento a respeito da distribuição pública irregular de contratos de investimento coletivo, tendo-o consolidado na jurisprudência desta autarquia.

Além desses casos, a CVM também consolidou seus entendimentos com relação à distribuição irregular de contratos de investimento coletivo no âmbito dos Processos Administrativos CVM nºRJ2000/5872⁵⁹, RJ2000/6376⁶⁰, RJ2001/6364⁶¹, RJ2001/6371⁶², RJ2002/3243⁶³, RJ2004/7376⁶⁴, RJ2005/9462⁶⁵, RJ2005/2893⁶⁶, RJ2006/0657⁶⁷, RJ2007/4125⁶⁸, RJ2007/13301⁶⁹, RJ2008/10302⁷⁰, RJ2009/0215⁷¹, RJ2009/11282⁷², RJ2010/8603⁷³, RJ2011/13796⁷⁴, RJ2012/5159⁷⁵, RJ2012/11000⁷⁶, RJ2012/14652⁷⁷ e SP2014/0054⁷⁸, decididos pelo Colegiado dessa autarquia.

⁵⁰ Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 13 de março de 2002.

⁵¹ Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 17 de dezembro de 2003.

⁵² Dir. Rel. Eli Loria, j. em 15 de outubro de 2004.

⁵³ Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 28 de setembro de 2006.

⁵⁴ Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 20 de junho de 2006.

⁵⁵ Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 12 de dezembro de 2006.

⁵⁶ Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 03 de outubro de 2006.

⁵⁷ Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 02 de setembro de 2008.

⁵⁸ Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 09 de agosto de 2011.

⁵⁹ Decidido pelo Colegiado da CVM em 29.01.2002.

⁶⁰ Decidido pelo Colegiado da CVM em 29.01.2002.

⁶¹ Decidido pelo Colegiado da CVM em 29.01.2002.

⁶² Decidido pelo Colegiado da CVM em 29.01.2002.

⁶³ Decidido pelo Colegiado da CVM em 09.07.2002.

⁶⁴ Decidido pelo Colegiado da CVM em 05.07.2005.

⁶⁵ Decidido pelo Colegiado da CVM em 15.02.2006.

⁶⁶ Decidido pelo Colegiado da CVM em 07.06.2005.

⁶⁷ Decidido pelo Colegiado da CVM em 06.03.2007.

⁶⁸ Decidido pelo Colegiado da CVM em 19.06.2007.

⁶⁹ Decidido pelo Colegiado da CVM em 08.01.2008.

⁷⁰ Decidido pelo Colegiado da CVM em 21.01.2009.

⁷¹ Decidido pelo Colegiado da CVM em 13.01.2009.

⁷² Decidido pelo Colegiado da CVM em 02.03.2010.

⁷³ Decidido pelo Colegiado da CVM em 03.08.2010.

⁷⁴ Decidido pelo Colegiado da CVM em 22.01.2013.

⁷⁵ Decidido pelo Colegiado da CVM em 07.05.2013.

⁷⁶ Decidido pelo Colegiado da CVM em 10.10.2012.

⁷⁷ Decidido pelo Colegiado da CVM em 09.04.2013.

⁷⁸ Decidido pelo Colegiado da CVM em 02.09.2014.

1.3.3.1.2 Legislação aplicável e publicidade da oferta

Conforme todo o exposto neste capítulo, constata-se, portanto, que foi atribuída à CVM, através da edição da Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, a competência para regular as ofertas públicas de contratos de investimento coletivo. Tal regulação foi exigida em decorrência das distribuições irregulares que estavam sendo realizadas no contexto histórico brasileiro.

A competência da CVM no âmbito da distribuição pública de valores mobiliários visa, portanto, proteger o investidor dos riscos do empreendimento. Em outras palavras, com a necessidade de se ter o prévio registro na CVM, fica garantido ao investidor que as informações necessárias para que ele tome aquele risco de forma consciente estarão à sua disposição. Como ensina EIZIRIK,

As normas que impõem a obrigatoriedade de registro na CVM, tanto da companhia, quanto da oferta pública, apresentam nítida feição instrumental, já que o registro consiste basicamente no meio de se proceder à prestação de informações à CVM com vistas à sua divulgação ao público investidor.

Os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Assim, o registro não é um fim em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público. Daí segue que, em princípio, a aplicação de sanção disciplinar, pela CVM, não decorre, por exemplo, de mera realização de uma distribuição pública sem registro, mas sim de sua realização sem a prestação das informações necessárias para pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento⁷⁹.

Nesta mesma linha, dispõe o diretor relator Eli Loria no voto do Processo Administrativo Sancionador nº 2003/12818, julgado em 15 de outubro de 2004,

A Lei nº 6.385/76, em seu art. 19, e a Instrução CVM nº 296/98, especialmente em seu art. 3º, são claras ao determinar que nenhuma emissão pública de valores mobiliários, de CICs, *in casu*, será realizada sem prévio registro na CVM. Por meio

⁷⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 136.

deste registro instituído em lei, a CVM, embora não garanta a veracidade das informações ou o sucesso do empreendimento, busca analisar se estão presentes todas as informações necessárias para que o público possa avaliar todos os riscos e decidir, conscientemente, se realizará determinado investimento.

Diante disso, foi editada, em 23 de janeiro de 1998, a Instrução CVM nº 270, que tratava do registro das companhias emissoras de títulos e contratos de investimento coletivo, conforme afirma EIZIRIK:

Com a edição da Lei nº 10.198/2001, que considera como valor mobiliário qualquer contrato de investimento coletivo, ofertado publicamente, que gere lucros advindos de esforço do empreendedor ou de terceiros, os contratos de boi gordo passaram a ser regulados e fiscalizados pela CVM, que, em 23.01.1998, editou a Instrução nº 270, dispondo sobre o registro das companhias emissoras de títulos e contratos de investimentos coletivos, dentre as quais se incluem as empresas ligadas à engorda de gado⁸⁰.

Posteriormente, este ato normativo foi revogado pela Instrução CVM nº 480/2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Os contratos de investimento coletivo, como valores mobiliários que são, portanto, somente sofrerão regulação da CVM nos casos em que forem distribuídos publicamente, conforme ensina EIZIRIK,

Os contratos de investimento coletivo somente são submetidos à fiscalização da CVM quando forem ofertados publicamente, conforme expressamente dispõe o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Assim, tratando-se de venda privada dos referidos contratos, na qual não estejam presentes os elementos caracterizadores da distribuição pública, a CVM não terá ingerência sobre a transação, ainda que preenchidos os demais requisitos componentes do conceito de valor mobiliário, devido à inaplicabilidade do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 às negociações privadas⁸¹.

Ainda neste sentido, manifestou-se o diretor relator Marcelo Fernandez Trindade em seu voto no Processo Administrativo Sancionador nº 2005/1160:

Com a expansão do conceito de valor mobiliário, principiada pela Medida Provisória 1.637/98, mais tarde convertida na Lei nº 10.198/01, a competência da CVM sofreu um substancial alargamento, passando a abranger não apenas os valores mobiliários expressamente previstos em lei, mas também os contratos e títulos de investimento coletivo de que trata o inciso IX, art. 2º, da Lei 6.385/76.

⁸⁰ Ibid., p. 56-57.

⁸¹ Ibid., p. 124.

A partir dessa mudança, o núcleo da definição de valor mobiliário passou a depender do apelo à poupança pública. Dessa forma, o primeiro ponto a ser enfrentado diz respeito à verificação da existência ou não de uma oferta pública de valores mobiliários⁸².

Dessa forma, ainda que um título preencha todos os demais requisitos para ser considerado um valor mobiliário, se ele for distribuído de forma privada não será aplicável o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Assim, resta definir os contornos e os requisitos de uma oferta pública.

CAPÍTULO 2 – OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários consistena operação através da qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de valores mobiliários no mercado de capitais⁸³. Os investidores interessados em se tornar titulares desses valores mobiliários devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago será revertido para o ofertante.

As ofertas públicas podem ser primárias ou secundárias. Conforme explicado por EIZIRIK et al,

Nas ofertas primárias, a companhia emite novos valores mobiliários, com o objetivo de proceder à sua colocação perante os investidores e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora, a fim de financiar seus projetos de desenvolvimento ou suas necessidades de caixa⁸⁴.

A finalidade das ofertas públicas primárias, portanto, é o atendimento à principal função econômica do mercado de valores mobiliários, qual seja: permitir o financiamento de médio e longo prazo das empresas⁸⁵.

As ofertas públicas secundárias são aquelas em que os acionistas da companhia ou os titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem

⁸² Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1160. Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 12 de dezembro de 2006.

⁸³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 139.

⁸⁴ Ibid., p.139.

⁸⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, 8ª edição: Renovar, 2003. p. 154.

ao mercado, mediante apelo ao público, os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Nesse tipo de oferta, os recursos pagos pelos investidores para adquirir os valores mobiliários ofertados não são destinados à companhia emissora dos títulos, mas aos próprios ofertantes⁸⁶.

Ainda, as ofertas públicas secundárias normalmente constituem a maneira utilizada pelos acionistas ou outros investidores que investiram em uma companhia para obter o seu retorno financeiro e/ou dar liquidez aos títulos de sua propriedade.

As ofertas públicas são reguladas pela Lei nº 6.385/1976 e pela Instrução CVM nº 400/2003, que tratam, da mesma maneira, as ofertas primária e secundária. Conforme ensinam EIZIRIK et al,

A distinção entre ofertas primárias e secundárias, contudo, é relevante apenas em termos econômicos, tendo em vista as diferentes finalidades por elas visadas. Juridicamente, não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei nº 6.385/1976 e a regulamentação expedida pela CVM (Instrução CVM nº 400/2003) tratam, de maneira uniforme, a oferta de novos valores mobiliários pela companhia emissora e a oferta de valores mobiliários de emissão da companhia já existentes por seus titulares⁸⁷.

Neste capítulo, analisar-se-á (i) a relevância do sistema de registros, perante a CVM, das companhias abertas e das ofertas públicas de distribuição propriamente ditas; (ii) a distinção entre a oferta pública e a oferta privada; (iii) as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários; e (iv) as consequências da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sem o registro perante a autarquia.

2.1 O sistema de registros perante a Comissão de Valores Mobiliários

Um dos principais objetivos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular. Para isso, faz-se necessário prover aos investidores um adequado sistema de proteção. Ao

⁸⁶ ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran S. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 327.

⁸⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 140.

mesmo tempo, essa proteção não pode restringir demasiadamente a possibilidade de se captar recursos pelas companhias, sob pena de inviabilizar o funcionamento do próprio mercado de capitais⁸⁸.

Tal sistema se dá por meio do *disclosure*, que consiste na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Em outras palavras, a política do *disclosure* consiste no processo de divulgação, pelas sociedades anônimas, de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por elas publicamente ofertados, de forma equitativa para todo o mercado. Nesse mesmo sentido versa DUBEUX:

Dito de outra forma e em outro sentido, podemos dizer que a oferta pública de valores mobiliários está condicionada à prestação ao mercado de uma série de informações pelas companhias que pretendem ter acesso à poupança pública para se financiarem e desenvolverem suas atividades. Sem a prestação das informações exigidas pela entidade reguladora, é ilegal captar recursos mediante a distribuição pública de valores mobiliários⁸⁹.

Ou seja, a política de fornecimento, aos investidores, de todas as informações necessárias para que suas decisões de investimento sejam feitas de modo consciente nada mais é do que uma forma de proteção ao público investidor. É essa a ideia versada pela Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976, conforme ensina 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 prestação de informações. Essa lei regula a emissão pública de valores mobiliários no mercado e expressamente proíbe qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.) sem que a emissão esteja registrada na Comissão de Valores Mobiliários. Objetiva-se, 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 oferecidos⁹⁰.

⁸⁸ Ibid., p. 141.

⁸⁹ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 44.

⁹⁰ WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 20.

A implementação da política de *disclosure* fundamenta-se, portanto, na existência de um sistema de registros perante a CVM. Por meio desses registros, são canalizadas as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de investimento de maneira consciente e informada.

Para que uma companhia tenha a permissão de distribuir os valores mobiliários de sua emissão no mercado, são necessários dois registros perante a CVM: o primeiro deles é o registro de companhia aberta, por meio do qual a companhia registra-se perante esta autarquia como sociedade anônima apta a distribuir os valores mobiliários de sua emissão no mercado. Em segundo, a companhia precisará obter o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários propriamente dita.

Tais registros são complementares e constituem os principais instrumentos da política do *disclosure*. Conforme ensinam BOCATER et al,

A preocupação fundamental quando da elaboração das normas que regulamentam os registros foi a de assegurar ao público que se dirige voluntariamente ao mercado, para comprar ou vender valores mobiliários, um fluxo mínimo contínuo de informações que possa propiciar uma tomada de decisão racional por parte destes investimentos. Os dois registros – o de companhia e o de emissão – funcionam de modo complementar, na medida em que, quando do registro de emissão, basta à companhia já registrada agregar as informações e documentos pertinentes, específicos da operação de emissão⁹¹.

Antes de se passar à análise desses dois registros, é importante fazer referência ao modelo regulatório adotado pelo direito brasileiro. Inspirado pelo modelo americano, o legislador brasileiro não atribuiu à CVM o poder para, a partir do mérito do investimento, aprovar ou desaprovar o registro de companhia aberta ou o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Em outras palavras, o modelo regulatório brasileiro considera não caber à CVM a análise das informações fornecidas pelas sociedades no âmbito destes

⁹¹ BOCATER, Maria Isabel do Prado; CAMACHO, Marília Gama Rodrigues. *Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir*. Rio de Janeiro, 1988. p.9.

registros. O papel dessa autarquia é o de condicionar os registros ao fornecimento adequado das informações necessárias para garantir a ampla e completa divulgação aos investidores, para que assim eles possam, com base nos elementos que foram colocados à sua disposição, tomar a decisão de adquirir ou não os valores mobiliários emitidos e negociados publicamente por aquela determinada companhia.

Não existe, assim, por ocasião do deferimento do pedido de registro, nenhuma chancela estatal com relação à qualidade dos papéis ofertados ou à veracidade das informações prestadas⁹².

É o que defende EIZIRIK:

Com relação à emissão pública de ações, porém, a regra é a da inexistência de qualquer exame de mérito do investimento. O modelo legislativo dominante, na matéria, é o dos Estados Unidos, onde se levou a política do *disclosure* ao grau máximo de sofisticação.

O princípio básico da política do *disclosure* é de que o exame do mérito da emissão cabe unicamente aos investidores do mercado. Nessa linha, a história legislativa do Securities Act norte-americano de 1933 deixa claro que se visou substituir a filosofia do ‘caveat emptor’ (acautele-se o comprador) pela imposição do ônus de revelar todos os fatos relevantes e necessários a uma decisão de investimento consciente.

Entre nós, da mesma forma, nos termos da legislação vigente, não cabe à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da emissão pública⁹³.

Nesse mesmo sentido, ensina LOSS, “the Commission has no authority to approve any security or to pass on its merits. Its sole function is to assure that the registration statement is accurate and complete”⁹⁴.

Dessa forma, resta clara a finalidade que orienta esses dois registros, qual seja, a de se exigir o encaminhamento de informações, por parte das companhias, aos seus atuais e potenciais investidores. Nesta linha, ao mesmo tempo em que a CVM não possui competência para exercer nenhum exame de

⁹² DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 69.

⁹³ EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p.8.

⁹⁴ LOSS, Louis. *Securities Regulation*, Second Edition. Little Brown and Company, Boston – Toronto, 1961. p. 130.

mérito sobre a companhia ou sobre os valores mobiliários de sua emissão que serão distribuídos publicamente⁹⁵, essa autarquia também não possui nenhuma responsabilidade pelo sucesso do empreendimento ou pelo teor das informações fornecidas pelos emissores. Nas palavras de DUBEUX:

Estando claro que a entidade reguladora não procede a nenhum exame de mérito, deve igualmente ficar claro que a CVM, ao conceder qualquer dos registros, não garante nem assume a responsabilidade pelo sucesso do empreendimento ou pela veracidade das informações fornecidas pelas companhias. (...). É certo, por outro lado, que a comprovação de que foram prestadas informações falsas dá ensejo à atuação regulatória da CVM, seja, por exemplo, determinando a suspensão da negociação de certos valores mobiliários, seja aplicando penalidades administrativas após o devido processo administrativo sancionador⁹⁶.

Dito isso, passar-se-á à análise desses dois registros que a companhia deve obter para adquirir a permissão de negociar os valores mobiliários de sua emissão no mercado: o registro de companhia aberta e o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

2.1.1 O registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários

O primeiro registro a que uma sociedade anônima deve se submeter para ter os valores mobiliários de sua emissão negociados publicamente no mercado de capitais é o registro inicial de companhia aberta, obtido perante a CVM. Por meio desse registro, essa autarquia visa a assegurar o fornecimento ao mercado de informações periódicas e eventuais sobre a companhia emissora e os negócios por ela desenvolvidos.

Com esse registro, as sociedades anônimas tornam-se companhias abertas e, conseqüentemente, autorizadas a captar recursos junto ao público por meio da permissão para negociar os valores mobiliários de sua emissão em

⁹⁵ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 63.

⁹⁶ Ibid., p. 54.

bolsa de valores ou no mercado de balcão. É o que prevê o artigo 22 da Lei nº 6.385/1976⁹⁷.

Conforme ensinam EIZIRIK et al, pode-se dizer que “a negociação de qualquer valor mobiliário emitido por sociedade anônima no mercado de valores mobiliários depende da obtenção, pela emissora, do registro como companhia aberta perante a CVM”⁹⁸.

O registro em questão encontra-se disciplinado nos artigos 21 da Lei nº 6.385/1976⁹⁹ e no parágrafo 1º, do artigo 4º, da Lei das Sociedades Anônimas¹⁰⁰, que condiciona a negociação de valores mobiliários no mercado de capitais ao prévio registro da companhia emissora na CVM. Essas normas são atualmente regulamentadas pela Instrução CVM nº 480/2009¹⁰¹, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Esse registro é importante porque diferencia as companhias abertas das companhias fechadas, ou seja, as companhias que podem ter seus valores

⁹⁷ Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

⁹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 141.

⁹⁹ Art. 21 A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

¹⁰⁰ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

¹⁰¹ A Instrução CVM nº 480/2009 determina em seu artigo 1º que: “Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.

§ 1º O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

§ 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso.

§ 3º A presente Instrução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.”

mobiliários admitidos à negociação no mercado mobiliário das companhias que não podem¹⁰².

Dessa forma, somente a companhia registrada na CVM como companhia aberta poderá capitalizar-se junto ao público investidor e ter seus títulos negociados no mercado de capitais. Isso se dá devido à política do *disclosure*.

Em outras palavras, o registro constitui um sistema contínuo de revelação de informações atualizadas, anuais e periódicas, que devem ser fornecidas pelas companhias aos investidores, para que estes disponham dos elementos necessários à tomada de decisão consciente e informada¹⁰³.

Nesse sentido, uma vez concedido o registro de companhia aberta, não cessa a obrigação da companhia de continuar respeitando o regime do *disclosure*. A companhia registrada na CVM como companhia aberta continua, portanto, obrigada a prestar à CVM informações periódicas e eventuais¹⁰⁴, sob pena de ser responsabilizada pela não divulgação dessas informações.

Destaca-se, ainda, que o pedido de registro perante a CVM deve ser instruído com inúmeros documentos, o que também constitui uma forma de garantir o regime do *disclosure* a que essas companhias estão submetidas.

2.1.2 O registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários

Além do registro de companhia aberta, para que uma sociedade anônima possa ofertar publicamente os valores mobiliários de sua emissão, faz-se necessário promover o registro da oferta propriamente dita. Esse registro

¹⁰² DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 55.

¹⁰³ Ibid., p. 56.

¹⁰⁴ Ibid., p. 61.

consiste no fornecimento de informações específicas sobre os valores mobiliários publicamente distribuídos e sobre a oferta pública em si¹⁰⁵.

Os dois registros (de companhia aberta e da oferta pública de distribuição) são complementares, tanto é que a CVM apenas apreciará o pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários daquela companhia que mantenha seu registro como companhia aberta atualizado.

O registro de distribuição pública de valores mobiliários é previsto no artigo 19, *caput*, da Lei 6.385/1976¹⁰⁶ e no artigo 4º, § 2º, da Lei 6.404/1976¹⁰⁷. Além disso, atualmente, esse registro é disciplinado pela Instrução CVM nº 400/2003.

Conforme ensinado por DUBEUX, “o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser apresentado à CVM pelo ofertante emissor dos títulos em conjunto com a instituição financeira líder da distribuição (*underwriter*)”¹⁰⁸. Dessa forma, na colocação pública de valores mobiliários no mercado, faz-se necessária a presença de uma instituição financeira intermediária.

Considerando que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários devem ser realizadas em condições que assegurem o fornecimento de informações completas e o tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, a fim de se garantir o *disclosure*¹⁰⁹, o pedido da oferta

¹⁰⁵ WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 28.

¹⁰⁶ Art. 19 Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

¹⁰⁷ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁰⁸ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. pp. 65-66.

¹⁰⁹ *Ibid.*, p. 64.

dirigido à CVM deverá ser instruído com todos os documentos e informações exigidos pela Instrução CVM nº 400/2003.

Essa instrução prevê, em seu Anexo II, uma lista com os documentos que precisam ser apresentados no pedido de oferta pública de valores mobiliários¹¹⁰.

Dentre os documentos que devem obrigatoriamente instruir o pedido de registro, merece destaque o prospecto da distribuição pública, o qual constitui o principal documento de caráter informativo a ser elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição¹¹¹. Como escrevem EIZIRIK et al:

O prospecto deve contar informação “completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento” a respeito (i) da oferta; (ii) dos valores mobiliários objeto da oferta e dos direitos que lhes são inerentes; (iii) do ofertante; (iv) da companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) de terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e (vi) de terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta¹¹².

A Instrução CVM nº 400/2003 autoriza a utilização, pelo ofertante, do chamado prospecto preliminar. Tal autorização é baseada no argumento de que, ao mesmo tempo em que é importante que o prospecto seja levado ao conhecimento dos investidores antes da tomada de decisão quanto à compra dos valores mobiliários ofertados, a regulamentação vigente proíbe a existência de esforços de venda em momento anterior à concessão do registro pela CVM¹¹³.

¹¹⁰ Conforme ensinam EIZIRIK, et al: Tal pedido [de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários] deverá estar instruído com os documentos e informações constantes no Anexo II à Instrução CVM nº 400/2003, hábeis a permitir um amplo *disclosure* das informações sobre a oferta, tais como as características, volumes e preços dos valores mobiliários ofertados, a forma e local de colocação etc. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 162).

¹¹¹ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 66.

¹¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 163.

¹¹³ *Ibid.*, p 163.

Sendo assim e considerando que o prospecto preliminar será avaliado pelos potenciais investidores antes de ser submetido à análise da CVM, este documento fica sujeito à complementação e correção dessa autarquia no momento de sua análise. Isso deve ser expressamente informado aos potenciais investidores, para que eles tenham ciência de que aquele documento ainda poderá sofrer alterações.

Os investidores possuem a permissão de efetuar reservas de subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados com base no prospecto preliminar, mas estas reservas somente poderão ser confirmadas após o registro da oferta, momento em que o prospecto definitivo será disponibilizado a eles¹¹⁴.

Outro ponto relevante a ser tratado aqui são as hipóteses em que a CVM poderá denegar o pedido de registro de oferta pública de valores mobiliários de companhia já constituída. São elas: (i) caso a companhia não apresente as informações consideradas necessárias à análise, pelos investidores, do mérito do empreendimento e previstas na regulamentação administrativa, ou apresentá-las de forma incompleta ou insatisfatória; ou (ii) caso o estatuto social da companhia apresente irregularidades, ou os atos societários que precederem à emissão pública sejam ilegais ou portadores de algum vício¹¹⁵.

A primeira hipótese baseia-se na previsão do artigo 19, § 6º, da Lei 6.385/1976, no sentido de que a CVM deve subordinar o registro de distribuição à divulgação das informações necessárias à proteção dos investidores.

Por outro lado, ainda que após obtido o registro da oferta, a CVM poderá cancelar ou suspender, a qualquer tempo, a oferta pública de

¹¹⁴ Ibid., p 163.

¹¹⁵ Ibid., pp. 166-167.

distribuição de valores mobiliários que esteja se processando em condições outras que não as constantes do registro e que tenha sido havida como ilegal¹¹⁶.

Conforme já exposto, não cabe à CVM fazer juízo de mérito sobre os valores mobiliários que serão colocados à disposição do público nem sobre o sucesso do empreendimento ou conveniência do momento escolhido para a realização da oferta. Tal exame cabe aos próprios investidores, que, diante das informações que lhes foram disponibilizadas, optarão por adquirir ou não aqueles títulos postos à distribuição.

O papel da CVM é, portanto, de garantir o *disclosure* e assegurar o tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, com o intuito de proteger o público investidor. Tais informações são garantidas pela necessidade do registro de companhia aberta e do registro da oferta pública propriamente dita.

É por esse motivo que a CVM normatiza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas não as ofertas privadas ou particulares. Isso se dá pois o foco da autarquia é apenas a proteção da poupança pública, que não guarda qualquer relação com as ofertas privadas ou particulares¹¹⁷. Nas palavras de CANTIDIANO,

Porque autorizada por lei pode a CVM impor requisitos aos agentes econômicos para que eles possam atuar e acessar o mercado de capitais. Assim, apenas podem captar recursos no mercado as sociedades e demais entidades (especialmente fundos de investimento) que obtiverem prévio registro na CVM. Mais que isso, ainda que registradas no órgão regulador, tais pessoas somente podem ofertar valores mobiliários se forem observadas as normas e os procedimentos editados pela autarquia, referentes às ofertas públicas de valores mobiliários¹¹⁸.

Dito isso, passar-se-á à análise da distinção entre a oferta pública e a oferta privada de distribuição de valores mobiliários e dos elementos caracterizadores da oferta pública.

¹¹⁶ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 70.

¹¹⁷ Ibid., p. 65.

¹¹⁸ CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (orgs.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 6.

2.2 A distinção entre oferta pública e oferta privada

Conforme mencionado anteriormente, o intuito dos registros de companhia aberta e da oferta pública de distribuição de valores mobiliários é a proteção dos interesses do público investidor, de maneira a assegurar-lhes o acesso a informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários por ela ofertados.

Ou seja, a exigência do prévio registro da oferta de venda de valores mobiliários se dá apenas nos casos em que há interesse público. Isso porque seria um desperdício de tempo e um excesso de custo para o mercado se fosse exigido o aludido registro para toda e qualquer emissão ou venda de valores mobiliários, mesmo aquelas em que não fossem ofertadas para o público em geral.

Se assim o fosse, as sociedades anônimas poderiam até mesmo se inibir de promover sua capitalização. Nas palavras de EIZIRIK et al, “há situações em que não se justifica a exigência de prévio registro da oferta de venda de valores mobiliários, dada a inexistência de qualquer benefício para o interesse público”¹¹⁹.

Essas hipóteses caracterizam as ofertas privadas ou particulares. Por meio dessas, não há captação da poupança pública, mas apenas da poupança de determinados agentes envolvidos na negociação, agentes estes que não necessitam da proteção estatal. Conforme entende DUBEUX:

É preciso deixar claro que a CVM normatiza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas não as ofertas privadas ou particulares. A CVM tem foco apenas na proteção da poupança pública, e esta não guarda qualquer relação com as ofertas privadas ou particulares. Nas ofertas privadas ou particulares, não há captação da poupança da coletividade, mas tão-somente da poupança dos poucos agentes envolvidos na negociação, não se justificando portanto a atuação regulatória governamental.

¹¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 143.

As ofertas privadas, portanto, consistem na “oferta de valores mobiliários realizada em circunstâncias específicas, que permitem a dispensa de registro na CVM automaticamente ou a pedido do ofertante e da instituição intermediária, se houver”¹²⁰, conforme ensinado por ANDREZO et al.

Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM no caso concreto, aquelas de dispensa automática do registro estão previstas no artigo 5º da Instrução CVM nº 400/2003¹²¹ e constituem os seguintes casos: (i) de que trata a Instrução CVM nº 286/1998, que dispõe sobre a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídica de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo poder público e dispensa os registros de companhia aberta e da oferta pública, nos casos que especifica; (ii) de lote único e indivisível de valores mobiliários; e (iii) de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

Nesses casos, a dispensa do registro é automática, não sendo necessária a formulação de qualquer pedido à CVM. Por outro lado, há casos em que a CVM pode, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos formulados por ele.

Tal dispensa é tratada pelo artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003¹²² e, para que ela seja configurada, a CVM deve considerar, cumulativa ou

¹²⁰ ANDREZO, Andrea F; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª Ed: São Paulo, Atlas, 2007. p. 328.

¹²¹ Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

I - de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos casos que especifica;

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários; e

III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

¹²² 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

isoladamente, algumas condições especiais da operação pretendida, que estão especificadas nos incisos do parágrafo 1º do artigo supracitado, quais sejam: (i) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; (ii) o plano de distribuição dos valores mobiliários; (iii) a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição; (iv) as características da oferta de permuta; (v) o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou (vi) a fato da oferta ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Nesse caso, caberá ao ofertante e à instituição intermediária, se for o caso, formular o pedido de dispensa do registro ou de certos requisitos do registro para a CVM.

Alguns desses requisitos de dispensa do registro da oferta pública serão melhor analisados no Capítulo 4 do presente trabalho, momento em que serão examinados casos de dispensa do registro no âmbito das ofertas dos condomínios.

Contudo, o fato de se ter a dispensa de requisitos do registro de uma oferta não torna a oferta privada. A oferta continuará, portanto, sendo pública ainda que sejam requisitos sejam dispensados.

Mencionada a distinção entre oferta pública e privada de distribuição de valores mobiliários e os casos em que há dispensa automática do registro da oferta ou dispensa pela CVM, após analisado o caso particular, do registro ou

proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - REVOGADO

II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

de requisitos dele, torna-se necessário conceituar a oferta pública de valores mobiliários, a fim de se estabelecer quais operações devem ser obrigatoriamente precedidas do registro. Passar-se-á, portanto, à análise das características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

2.2.1 Os elementos caracterizadores da oferta pública de distribuição de valores mobiliários

O parágrafo 3º do artigo 19 da Lei 6.385/1976¹²³ enumera determinadas situações em que se configura a oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Neste mesmo sentido, o artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003¹²⁴ determina os elementos que caracterizam os atos de distribuição pública de valores mobiliários.

¹²³ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

¹²⁴ Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Contudo, a legislação não define a oferta pública de valores mobiliários (nem a privada), mas somente enuncia os elementos objetivos caracterizados da oferta pública¹²⁵.

Conforme já mencionado, a oferta pública de valores mobiliários deve levar em consideração as finalidades da lei, quais sejam, a proteção dos investidores, de forma a assegurar-lhes um adequado volume de informações sobre a companhia e sobre os títulos por ela ofertados, e a não inibição das companhias de promoverem sua capitalização no mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, em regra, a oferta pública de distribuição de valores mobiliários caracteriza-se por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos. Em outras palavras, a oferta pública de valores mobiliários tem como destinatários pessoas não individualizadas¹²⁶. Nas palavras de DUBEUX:

Caracteriza-se a oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Isto é, ao mercado como um todo. Assim, no momento de realização da oferta, há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta de comprar as ações da companhia A ou B, individualizando-se apenas no momento de aceitação da oferta. Há portanto oferta dirigida à generalidade dos indivíduos¹²⁷.

Embora a legislação ofereça indicações para a caracterização de uma oferta pública, fez-se necessário, na análise dos casos concretos, identificar os elementos caracterizadores da oferta destinada ao público em geral.

Nos Estados Unidos, essa questão passou a ser tratada a partir da edição do *Securities Act of 1933*. Como este ato não definia expressamente o que deveria ser entendido como *public offering*, a determinação dos elementos

¹²⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. São Paulo, Saraiva, 2002. p. 62.

¹²⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. p. 23.

¹²⁷ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 65.

caracterizadores da oferta pública teve que ser desenvolvida com base na jurisprudência e nas decisões da SEC¹²⁸.

O *leading case* sobre esse tema foi o caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, julgado pela Suprema Corte em 1953. Tratava-se de uma sociedade voltada à produção de sementes e cereais, com cerca de sete mil empregados espalhados por vários estados dos Estados Unidos e do Canadá¹²⁹.

Neste caso, discutiu-se se a oferta, pela companhia, de ações em tesouraria a aproximadamente trezentos de seus empregados enquadraria-se na isenção de registro prevista no *Securities Act*.

Embora a sociedade tenha alegado que a oferta não fora dirigida a totalidade de seus empregados, mas somente a um número aproximado de trezentos deles, denominados de *key employees*, restou-se comprovado que os títulos foram ofertados e adquiridos por muitos empregados que ocupavam cargos de veterinários, carregadores, estenógrafos, dentre outros.

Restou-se comprovado, portanto, que a oferta foi dirigida a empregados que certamente não se enquadravam na definição de *key employees* utilizada como parâmetro, ou seja, que não possuíam mecanismos de se defender por conta própria e de ter acesso ao mesmo tipo de informação que teriam caso a operação tivesse sido registrada. Como mencionado na decisão do caso, “*the employees here were not shown to have access to the kind of information which registration would disclose*”¹³⁰.

A Suprema Corte caracterizou, portanto, essa oferta da *Ralston Purina Co.* como pública, fundamentando-se tanto na finalidade do *Securities Act*, de proteger o investidor através do *disclosure* de informações, quanto na ideia de que a proteção conferida pela lei não seria necessária para os casos em que

¹²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 144.

¹²⁹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. In: *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. Coord.: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 388.

¹³⁰ *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

ficasse comprovada a capacidade do potencial investidor de se defender por conta própria (*fend for themselves*), tornando-se sem relevância a necessidade das informações prestadas pelo registro.

Conforme trecho da própria decisão,

Exemption from the registration requirements of the Securities Act is the question. The design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions. The natural way to interpret the private offering exemption is in light of the statutory purpose. Since exempt transactions are those as to which "there is no practical need for [the bill's] application," the applicability of § 4(1) should turn on whether the particular class of persons affected needs the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction "not involving any public offering"¹³¹.

No julgamento desse caso, portanto, a Suprema Corte estabeleceu dois elementos para a caracterização do caráter público de uma oferta de valores mobiliários, quais sejam: (i) a capacidade dos potenciais investidores de defenderem-se por conta própria (*fend for themselves*); e (ii) o acesso dos ofertados ao mesmo tipo de informação que seria fornecida caso a operação fosse registrada na SEC.

Dessa forma, a legislação norte-americana definiu que os elementos mais importantes para se configurar o caráter público de determinada oferta são: (i) a qualificação dos ofertados; (ii) o acesso que esses ofertados terão às informações sobre os títulos oferecidos; e (iii) a maneira pela qual é efetuada a colocação dos títulos no mercado¹³².

Dito isto, voltar-se-á à análise do ordenamento jurídico brasileiro. Conforme anteriormente mencionado, o legislador brasileiro se limitou a enunciar algumas hipóteses em que a oferta pública de distribuição de valores mobiliários se caracteriza.

¹³¹ Ibid.

¹³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 145.

Pode-se dizer, assim, que a oferta pública no ordenamento brasileiro tipifica-se a partir da análise de elementos fundamentais, de natureza objetiva e subjetiva.

O elemento objetivo consiste nos meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público¹³³. Nas palavras de CARVALHOSA:

O elemento objetivo é constituído dos meios empregados para a colocação da emissão junto ao público, ou seja, deve-se verificar a forma de realização da oferta, os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua emissão ao público¹³⁴.

O artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003 e o parágrafo 3º, do artigo 19, da Lei 6.385/1976 preveem, de maneira exemplificativa, uma relação de elementos que caracterizam uma oferta pública.

São eles: (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; (ii) a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou (iv) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos

¹³³ Nesse sentido, no Processo Administrativo Sancionador nº 2006/3364, julgado em 16 de maio de 2007, o diretor relator Marcelo Fernandez Trindade votou no sentido de condenar a MTEL Tecnologia Ltda. pela prática irregular de ofertar valores mobiliários pela internet sem prévio registro de distribuição pública na CVM.

¹³⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. São Paulo, Saraiva, 2002. p. 63.

(páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Dessa forma, constitui elemento objetivo caracterizador da natureza pública de determinada oferta de distribuição a demonstração do esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independentemente de suas características pessoais.

Além dos elementos objetivos, a caracterização de determinada oferta como pública deve levar em consideração outros fatores subjetivos. Como explicam EIZIRIK et al:

Todavia, a caracterização de determinada oferta como pública deve levar em conta outros fatores, e não apenas a presença dos meios objetivos mencionados na Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 400/2003. Com efeito, a interpretação literal de tais dispositivos poderia levar a situações absurdas, como seria o caso de se considerar como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizada entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira¹³⁵.

Como já dito, a oferta pública caracteriza-se por ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, pessoas indeterminadas e não individualizadas. Nesse sentido, não há que se confundir generalidade com totalidade. Ou seja, é considerada pública também a oferta dirigida não só às pessoas em geral, mas também a setores ou grupos determinados¹³⁶.

Assim, uma oferta direcionada, por exemplo, a todos os empresários será considerada pública, ainda que a generalidade de pessoas esteja limitada

¹³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 151.

¹³⁶ Nessa linha, a própria Instrução CVM nº 400/2003 estabelece que se considera como “público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizada nesta qualidade”.

por uma classe, tendo em vista que essa limitação não chega ao ponto de estabelecer uma individualização pessoal¹³⁷.

Além disso, para que uma oferta seja considerada pública faz-se necessária a presença de outros dois requisitos subjetivos, são eles: (i) a qualificação dos ofertados; e (ii) a disponibilizada de informações sobre a companhia e os valores mobiliários por ela ofertados.

Com relação à qualificação dos ofertados, deve-se levar em consideração o grau de sofisticação que eles têm como investidores, se eles possuem conhecimento e experiência em questões financeiras e empresariais, bem como se são capazes de avaliar os riscos e o mérito do investimento¹³⁸.

Pode ser considerada privada, assim, a oferta destinada apenas a investidores qualificados, aqueles que não necessitam da proteção estatal conferida através do registro e que possuem poder de barganha para ter conhecimento sobre a operação.

Finalmente, o outro elemento subjetivo que precisa ser levado em consideração para a caracterização do caráter público de uma oferta refere-se à disponibilidade de informações sobre a companhia e sobre os valores mobiliários por ela ofertados que estarão à disposição dos potenciais investidores.

Nas palavras de EIZIRIK et al, “deve ser verificado se os ofertados tiveram acesso às informações que a companhia teria apresentado por ocasião do registro, que lhes permitissem uma avaliação completa dos riscos do empreendimento”¹³⁹.

¹³⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 152.

¹³⁸ WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 23.

¹³⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 153.

Isso se deve principalmente ao fato de que se os investidores tiverem acesso a informações que lhes possibilitem a tomada de uma decisão informada e consciente, não há motivo de obrigar a companhia emissora a proceder ao registro perante à CVM.

Dessa forma, uma emissão destinada, por exemplo, apenas aos acionistas de uma companhia é considerada uma oferta privada, vez que os destinatários constituem categoria de pessoas determinadas, que mantêm vínculo direto com a emissora e que pode-se supor que tenham total acesso às informações da companhia.

Nesse mesmo sentido, uma oferta pública de valores mobiliários destinada exclusivamente a investidores qualificados pode ser dispensada de registro, conforme expressamente previsto no artigo 4º, parágrafo 1º, inciso VII, da Instrução CVM nº 400/2003¹⁴⁰.

Diante disso, conclui-se que determinada oferta de distribuição de valores mobiliários somente poderá ser considerada pública ou privada após a análise de todas as circunstâncias fáticas envolvidas no caso concreto, para que assim possam ser verificados se estão presentes os elementos objetivos e subjetivos acima elencados. Embora sejam relevantes os meios utilizados para a colocação dos títulos no mercado, o elemento essencial para a caracterização do tipo de oferta consiste na situação dos ofertados.

¹⁴⁰ 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.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

(...)

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

(...)

2.3 As consequências da realização da oferta pública de distribuição de valores mobiliários sem o registro na Comissão de Valores Mobiliários

A realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários sem o prévio registro na CVM ou sem a divulgação das informações ao público pode ter consequências nas esferas administrativas, civil e penal¹⁴¹.

Com relação à esfera administrativa, diante de uma irregular oferta pública, caberá à CVM determinar a suspensão ou o cancelamento da oferta. A suspensão e o cancelamento da distribuição podem ser determinados pela CVM independentemente das medidas punitivas que podem vir a ser tomadas em procedimento administrativo sancionador.

Além disso, a suspensão e o cancelamento da distribuição pública realizada irregularmente têm efeito *ex tunc*, isto é, retroagem tornando-se ineficazes os atos de distribuição desde o seu início^{142/143}.

Neste sentido, o artigo 20 da Instrução CVM nº 400/2003 determina que terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados: (i) todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e (ii) os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão.

Além disso, cabe à CVM também o exercício de seu papel disciplinar, exercido por meio da instauração de inquérito administrativo, em que se apura

¹⁴¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 175.

¹⁴² Ibid.

¹⁴³ Como se sabe, os atos considerados nulos, isto é, aqueles realizados em desacordo com formalidades previstas em lei, não produzem nenhum efeito desde a sua formação, operando-se de maneira *ex tunc*. Cabe à lei, portanto, determinar a nulidade de um ato. Como a Lei nº 6.385/1976 concede, em seu artigo 19, § 5º, competência para a CVM expedir normas com relação ao registro da distribuição pública de valores mobiliários, coube à autarquia, por meio da Instrução CVM nº 400/03, tratar das formalidades atinentes a tal registro. Assim sendo, ao ser suspensa ou cancelada por conta da não observância das regras estabelecidas pela mencionada Instrução, a oferta pública terá seus efeitos considerados nulos, operando-se a suspensão ou o cancelamento com efeito *ex tunc*.

a responsabilidade administrativa dos agentes envolvidos na distribuição pública sem registro ou com registro que contenham informações incorretas ou falsas¹⁴⁴. Como ensina EIZIRIK,

(...) a aplicação da sanção disciplinar, pela CVM, não decorre de mera realização de uma emissão pública sem registro, mas sim de realização de emissão pública sem a prestação das informações necessárias ao pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento¹⁴⁵.

No que tange à esfera civil, duas questões essenciais devem ser suscitadas. Nas palavras de EIZIRIK et al:

A primeira refere-se à eventual nulidade de subscrição de valores mobiliários emitidos publicamente sem o prévio registro na CVM ou sem a correta prestação e divulgação das informações requeridas. A segunda questão diz respeito à responsabilidade civil da companhia e seus administradores pelos prejuízos causados aos subscritores¹⁴⁶.

Por fim, com relação a esfera penal, o artigo 7º da Lei nº 7.492/1986¹⁴⁷, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional, determina que deve ser sancionado penalmente quem emite, oferece ou negocia valores mobiliários sem registro prévio junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro, ou irregularmente registrados.

CAPÍTULO 3 – AS OFERTAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO HOTELEIRO

A história do investimento hoteleiro no Brasil é demarcada por ciclos de estabilidade e instabilidade econômica, o que desencadeou tanto momentos de grandes investimentos quanto momentos de estagnação nesse ramo. Conforme

¹⁴⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.176.

¹⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. *Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil: nº 83, ano XXX, 1991. p. 84.

¹⁴⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 176.

¹⁴⁷ Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários:

I - falsos ou falsificados;

II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados;

III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação;

IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida;

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.

explicado por José Ernesto Marino Neto na primeira mesa redonda organizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) para debater os condo-hotéis e a legislação do mercado de capitais¹⁴⁸, a história do investimento hoteleiro pode ser dividida em cinco ciclos.

O primeiro deles teve início no século XX e perdurou até a década de 1960. Foi a época em que grupos familiares com grande disponibilidade de recursos, muitas vezes apoiados por financiamentos governamentais, investiram na construção de hotéis no território brasileiro.

O segundo ciclo teve início em 1964, com as novas concepções trazidas pela ditadura militar. Os incentivos financeiros e fiscais da época atraíram companhias internacionais que visavam adquirir propriedades. Esse ciclo se encerrou, junto com o governo militar, em 1986, quando se extinguíram os incentivos financeiros e fiscais.

O terceiro ciclo foi marcado pelo desincentivo à construção e comercialização de imóveis residenciais, tendo em vista a carência de incentivos fiscais por parte do Estado e a edição de uma lei de locações muito restritiva. Foi nesse momento que surgiram os chamados apart-hotéis, empreendimentos nos quais o investidor poderia adquirir uma unidade imobiliária com a finalidade de colocá-la no *pool* de locação ou de utilizá-la de forma residencial. O terceiro ciclo se encerrou em 1990 devido à diminuição da demanda causada pela crise econômica que assolava o Brasil.

Em 1994, teve início o quarto ciclo, motivado pela estabilidade econômica e pelos incentivos aos investimentos produtivos, bem como por uma percepção generalizada de que a hotelaria era um grande negócio que deveria

¹⁴⁸ I Mesa Redonda realizada em 18.02.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em: <http://www.google.com.br/url?q=http://www.bshinternational.com/sys/download/Mesa-Redonda---FGV---18-02-14---Condo-Hotel-e-legisla--o-de-mercado-de-capitais.pdf&sa=U&ei=2l5iVYfgKGwsATD64H4Cg&ved=0CCcQFjAB&usg=AFQjCNGuXoeSHcCbHhMCIyxIvJJ3-EvCQ>>. Acesso em 24 maio 2015.

ser investido. Iniciou-se, portanto, um período de grande investimento no setor hoteleiro.

Com essa onda de investimentos, surgiram, naquela época, os chamados *flats service*, que constituíam quartos de hotel em empreendimentos residenciais com programas restritivos para os proprietários terem a faculdade de colocar e retirar suas unidades do *pool* hoteleiro.

Muitas cidades brasileiras receberam grandes investimentos nesse ramo, o que gerou uma enorme oferta no setor. Essa oferta, entretanto, não foi acompanhada pela demanda, acarretando resultados negativos aos empreendimentos. Esse momento ficou conhecido como a “onda de flats”. Por conta dessa onda, entre o ano de 2001 até o ano de 2011, praticamente não foram construídas novas propriedades hoteleiras no Brasil¹⁴⁹.

Atualmente, o país vive o quinto ciclo do investimento hoteleiro. Desde 2003, o país vem passando por um momento de aumento da demanda no setor hoteleiro, o que tem chamado grande atenção para o setor. Por isso, e também em grande parte por conta da realização de eventos de grande porte no país, como a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016, o parque hoteleiro brasileiro tem sido um grande atrativo para investidores.

No entanto, a captação de recursos para a construção de hotéis se mostra, muitas vezes, excessivamente custosa. Além disso, a incorporação de empreendimentos nesse setor envolve não apenas os custos de aquisição do terreno e da construção civil, mas também gastos relacionados à aquisição de

¹⁴⁹ José Ernesto Marino Neto explica, na reunião realizada na FGV, que a “onda dos flats” foi um movimento tão intenso que atualmente em São Paulo há aproximadamente 60 mil quartos de hotel, sendo que dois terços desses quartos são estruturados em condomínio, assim como ocorre em Brasília, que 50% (cinquenta por cento) da oferta hoteleira é organizada sob o regime de condomínio. Isso pode ser encontrado também em outras regiões do Brasil, como por exemplo Fortaleza e Recife. Enfim, pode-se perceber, portanto, que todos esses quartos de hotéis ofertados no mercado são fruto da inventividade do setor imobiliário. Disponível em <<http://www.google.com.br/url?q=http://www.bshinternational.com/sys/download/Mesa-Redonda---FGV---18-02-14---Condo-Hotel-e-legisla--o-de-mercado-de-capitais.pdf&sa=U&ei=2l5iVYfgKGwsATD64H4Cg&ved=0CCcQFjAB&usg=AFQjCNGuXoeSHcCbhHMCiYxIvJJ3-EvCQ>>. Acesso em 24 maio 2015.

móveis e utensílios (característica distinta dos empreendimentos meramente residenciais).

Diante desse cenário, os empreendedores do ramo hoteleiro se veem obrigados a contratar financiamentos e obter empréstimos com alto custo financeiro para viabilizar o desenvolvimento do empreendimento. A captação de recursos, portanto, mantém-se entre os principais desafios para os administradores.

Foi nesse contexto que os condo-hotéis ganharam seu espaço como viabilizadores da expansão hoteleira e como uma das saídas para a realização de investimentos no mercado hoteleiro atual. Dessa forma, esse modelo de negócio contou com ampla aceitação no Brasil nos últimos anos e vários foram (e estão sendo) os empreendimentos construídos e comercializados nessa modalidade.

A diferença do momento atual vivido pelo Brasil para os demais ciclos já comentados consiste em dois pontos: o primeiro diz respeito à legislação e à consolidação da jurisprudência a favor dos investidores. Em outras palavras, e como já exposto no presente trabalho, em 2001 foi editada a Lei nº 10.303/2001, que alterou a Lei nº 6.386/1976 estendendo ao âmbito de atuação da CVM a fiscalização de quaisquer outros títulos e contratos de investimento coletivo que, quando ofertados publicamente, gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros¹⁵⁰.

Ou seja, nos ciclos anteriormente vividos no país, não havia, na legislação brasileira, uma previsão sobre a regulamentação dos contratos de investimento coletivo. Dessa forma, os empreendimentos estruturados na forma de condo-hotéis, apart-hotéis ou flats service não receberam atenção por parte da CVM.

¹⁵⁰ Lei nº 6.385/1976, art. 2º, inciso IX.

Além disso, os apart-hotéis e os flatservice, empreendimentos que surgiram em ciclos anteriores, costumavam possuir caráter misto, isto é, residencial com *pool* hoteleiro. Os condo-hotéis, por outro lado, são empreendimentos totalmente destinados à operação hoteleira, ou seja, ao *pool* hoteleiro¹⁵¹. Essa distinção entre o condo-hotel e os flats service ou apart-hotéis foi abordada no Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados¹⁵²:

a. Flat, flat-hotel, hotel-residência, apart-hotel ou apart-service – tipos de empreendimentos submetidos ao regime de condomínio edilício, de natureza híbrida, com serviços similares àqueles oferecidos em hotéis, mas com apartamentos que podem servir como moradia para seu proprietário ou titular de direitos aquisitivos ou terceiros por ele autorizados. Esse tipo de empreendimento será aprovado pelos órgãos públicos como residencial, residencial com serviços, flat ou como apart-hotel propriamente dito, ou qualquer outra denominação similar que lhe seja dada. O proprietário ou o titular de direitos aquisitivos sobre unidade autônoma não integrante do *pool* poderá usar sua unidade autônoma para a sua moradia, como também fazer a cessão do seu uso a terceiros, não podendo, entretanto, concorrer com as atividades do *pool*. Nesse tipo de empreendimento, obrigatoriamente, haverá um gestor hoteleiro que empreenderá a exploração das unidades integrantes do *pool*;

b. Condo-hotel – é o empreendimento aprovado nos órgãos públicos como hotel e submetido ao regime do condomínio edilício. O proprietário ou titular de direitos aquisitivos sobre unidade autônoma não poderá usar sua unidade autônoma para moradia, como também não poderá fazer a cessão de seu uso a terceiros que não seja o gestor hoteleiro, sendo obrigatória a sua participação no *pool*¹⁵³.

Dessa forma, o fato de o condo-hotel ser totalmente voltado à exploração do empreendimento no *pool* de locação, juntamente com a nova legislação, fez com que a CVM voltasse sua atenção para essa atividade e, conseqüentemente, para o boom de ofertas de investimento envolvendo esses empreendimentos, passado a monitorar os anúncios de ofertas dos condo-hotéis.

¹⁵¹ MASAGÃO, Roberto Penteado. *O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: condohotel*. São Paulo: Ícone, 2004. p. 12.

¹⁵² Este manual foi desenvolvido por um grupo de vinte pessoas dentro do SECOVI-SP (Sindicato de Habitação), sendo que dentro desse grupo de trabalho havia representantes de todos os participantes do ciclo de produção de um condo-hotel (incorporadoras imobiliárias, operadoras hoteleiras, empresas de consultoria, pessoas da área financeira, etc.). O manual foi assinado pela SECOVI-SP, pela ABIH (Associação Brasileira de Indústria Hoteleira), pelo Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil, pela ADIT (Associação para o Desenvolvimento Imobiliário e Turístico do Brasil) e pela FHORESP (Federação de Hotéis, Restaurantes, Bares e Similares do Estado de São Paulo). A coordenação do referido manual foi composta por Diogo Canteras e Caio Calfat Jacob.

¹⁵³ Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados. pp. 14-16.

Tendo isso em vista e motivada pelo excesso de ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários, a autarquia publicou, em dezembro de 2013, um alerta ao setor hoteleiro exigindo o registro prévio desse tipo de oferta e exigindo, ainda, o registro de companhia aberta da companhia responsável pelo contrato. Assim, constava na nota emitida pelo regulador:

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

(...)

A CVM alerta os incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliário que somente realizem tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM¹⁵⁴.

Tal comunicado emitido pela CVM teve como fundamento o entendimento da autarquia no sentido de que os condo-hotéis ofertados publicamente ao mercado se encaixam no conceito de contrato de investimento coletivo definido no inciso IX, do artigo 2º, da Lei 6.385.197 e, portanto, tratam-se de valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM.

Nesse sentido, analisar-se-á neste capítulo a estrutura dos condo-hotéis e as características dos dois tipos desse empreendimento, quais sejam: os condo-hotéis de unidades autônomas e os condo-hotéis de frações ideais. Dessa forma, procura-se facilitar o exame do enquadramento desses empreendimentos no conceito de contratos de investimento coletivo tratado pela Lei nº 6.385/1976, a ser tratado no próximo capítulo.

3.1 Os condo-hotéis

Conforme já mencionado, visando a facilitar a captação de recursos, os condo-hotéis são uma alternativa para a construção de empreendimentos hoteleiros que dispensam a necessidade de recorrer a financiamentos excessivamente custosos. O modelo dos condo-hotéis foi idealizado justamente

¹⁵⁴ *Condotéis: terceira onda pode passar por nova regulamentação no Brasil*. Disponível em: <http://www.revistahotelnews.com.br/2009/materia.php?id_materia=462>. Acesso em 24 maio 2015.

como uma espécie de empreendimento que possibilite a adesão de investidores pulverizados, diluindo-se os custos e os riscos do negócio.

Uma vez que possui estrutura operacional hoteleira, os condo-hotéis são aprovados pelos órgãos públicos na qualidade de hotel, mas são estruturados juridicamente sob a forma de condomínio. Cada investidor será, portanto, um condômino do empreendimento.

Nas palavras de PEREIRA, “dá-se em condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes”¹⁵⁵. Entende-se, assim, que os condôminos terão a propriedade conjunta do empreendimento¹⁵⁶.

No sistema dos condo-hotéis, os proprietários das partes independentes, os investidores, serão obrigados a incluir suas propriedades no *pool* de locação, que nada mais é do que uma associação de vários proprietários que, em conjunto com uma administradora hoteleira, congregam suas unidades habitacionais com o objetivo de explorá-las conjuntamente.

De acordo com o Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados, o *pool* hoteleiro

é um sistema unificado de proprietários que congregam suas unidades habitacionais, com o objetivo de explorá-las conjuntamente, de modo uniforme e homogêneo, por meio da, ou para a administradora hoteleira, ou empresa de seu grupo econômico, devendo a forma jurídica de exploração e administração do *pool* ser definida por quem o administrar, em conjunto com o incorporador imobiliário e, preferencialmente, também com a empresa de *Asset Management*¹⁵⁷.

Ainda nesse sentido, todas as unidades do empreendimento desenvolvido sob a forma dos condo-hotéis integrarão necessariamente o *pool* hoteleiro e serão administradas conjuntamente por uma única operadora hoteleira.

¹⁵⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. 20ª Edição. p. 151.

¹⁵⁶ SZTAJN, Rachel. *Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 93, ano XXXIII, 1994, p. 104.

¹⁵⁷ Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados. p. 18.

A grande vantagem do *pool* hoteleiro de locação se dá no fato de ser a forma mais prática e rentável de se investir em um hotel. Além das facilidades de ter o apartamento locado por meio de uma administradora – sem a necessidade de prospectar hóspedes, efetuar cobranças de diárias ou realizar despesas com o uso, conservação e manutenção da unidade –, o *pool* hoteleiro de locação garante rentabilidade mensal e valorização do bem.

E é essa a motivação dos investidores em adquirir as frações ideais ou as unidades autônomas do condo-hotel, qual seja, a possibilidade de se auferir uma renda imobiliária locatícia, decorrente da exploração hoteleira dos apartamentos integrantes do sistema conjunto de locação, mas sem estar sob égide e restrições da chamada legislação do inquilinato¹⁵⁸.

Enquanto a principal expectativa do investidor é a rentabilidade do empreendimento, a grande vantagem do condo-hotel sob o ponto de vista da indústria hoteleira é a capacidade de se financiar para a construção e exploração do empreendimento sem arcar com custos de outras fontes de capital, como empréstimos ou financiamentos.

3.1.1 A estrutura dos condo-hotéis

Os condo-hotéis são estruturados de maneira que as unidades autônomas ou as frações ideais do empreendimento hoteleiro sejam previamente alienadas aos investidores e, por meio dos recursos oriundos dessa alienação, o empreendedor se financia para explorar o empreendimento. O investidor, por sua vez, passa a deter uma parte do empreendimento, dividindo, com isso, os riscos do negócio e os lucros dele advindos.

Para que sejam concretizadas, as operações envolvendo condo-hotéis contam com os seguintes principais agentes: (i) o incorporador imobiliário, responsável por organizar o empreendimento e coordenar o processo de estruturação do produto hoteleiro e do produto imobiliário do investimento; (ii)

¹⁵⁸ Ibid., p. 12.

a operadora hoteleira (ou administradora hoteleira), aquela que cede a sua marca e expertise ao empreendimento, obrigando-se a transmitir ao incorporador as diretrizes advindas da sua experiência no desenvolvimento de hotéis, fornecendo recomendações técnicas para que o empreendimento seja desenvolvido de maneira adequada, e responsabilizando-se pela administração do empreendimento¹⁵⁹; e (iii) os investidores, aqueles que, por meio da compra das unidades imobiliárias ou das frações ideais, aportam o capital para que o empreendimento possa ser desenvolvido¹⁶⁰.

O sistema em questão é, por muitas vezes, constituído por uma sociedade em conta de participação, na qual a administradora hoteleira é a sócia ostensiva e cada um dos proprietários dos apartamentos (ou das frações ideais do empreendimento) são os sócios ocultos¹⁶¹. Dessa forma, as operações hoteleiras e administrativas do *pool* são executadas pela administradora hoteleira, isentando os investidores de tais obrigações e conferindo a eles o direito de participar dos resultados do empreendimento imobiliário. Nas palavras de MASAGÃO:

(...) também o que sempre se visou era que uma empresa especializada em hotelaria gerisse aquele sistema conjunto de locação, muitos constituídos como uma sociedade em conta de participação, em que a cadeia hoteleira era a sócia ostensiva e os condôminos os sócios ocultos, embora os apartamentos fossem entregues àquela sociedade (SCP), na forma de locação, para a realização do objeto da mesma e que é a exploração hoteleira dos apartamentos, distribuindo-se os resultados na forma de aluguel aos sócios ocultos¹⁶².

No sistema dos condo-hotéis, portanto, o investidor que adquire uma unidade autônoma ou uma fração ideal do empreendimento celebra, juntamente com os demais investidores e com a empresa hoteleira escolhida, uma relação conjunta de locação,

¹⁵⁹ MASAGÃO, Roberto Penteadó. *O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: condohotel*. São Paulo: Ícone, 2004. p. 14.

¹⁶⁰ TIPA JÚNIOR, Nestor. *Crescem os investimentos em condo-hotéis: fórmula surge como alternativa de renda para profissionais liberais*. Disponível em: <<http://jcrs.uol.com.br/site/noticia.php?codn=165067>> Acesso em 26 out. 2014.

¹⁶¹ PICCHI, Flavio Augusto. *A Sociedade em Conta de Participação e os Contratos de Investimento Coletivo: Paralelismo e Assimetria*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 134, ano XLIII, 2004, p. 195.

¹⁶² MASAGÃO, Roberto Penteadó. *O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: condohotel*. São Paulo: Ícone, 2004. p. 13.

(...) mediante a qual aquela empresa, como locatária, irá desenvolver a exploração hoteleira, em seu nome e sob a 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 inquilino¹⁶³.

Assim, a empresa locatícia (termo utilizado no trecho acima, que no presente trabalho é referida como operadora hoteleira), além de ser a locatária dos apartamentos e dos respectivos bens e áreas comuns, é também aquela contratada para administrar o condomínio, sob remuneração. Configura-se, portanto, a constituição de duas relações jurídicas, quais sejam: uma relação de administração condominial e uma relação conjunta de locação.

Essa é basicamente a estrutura geral dos condo-hotéis. Entretanto, é certo que ela pode variar nos casos concretos. Por exemplo, o empreendimento pode não ser desenvolvido sob a forma de uma sociedade em conta de participação, mas sim por uma sociedade de propósito específico ou o empreendimento pode contar até mesmo com a ausência de constituição de sociedade em conta de participação ou sociedade de propósito específico e ser desenvolvido diretamente com a locação das unidades ou frações ideais ao operador hoteleiro.

Desde o final de 2013, quando da publicação do comunicado da CVM ao mercado, a autarquia voltou sua atenção ao mercado dos condo-hotéis. Da análise que vem exercendo desse setor por meio dos processos administrativos, a CVM já tomou algumas decisões. Duas foram as estruturas dos condo-hotéis analisadas até maio de 2015 por essa autarquia: os condo-hotéis estruturados (i) como *unidades autônomas do empreendimento*, com matrículas próprias e ofertadas de forma individual a diferentes investidores; ou (ii) como *frações ideais do empreendimento (frações imobiliárias ou quotas de participação)*, constando todas essas frações ideais da mesma matrícula, ofertadas aos investidores como uma quota-parte do empreendimento como um todo.

¹⁶³ MASAGÃO, Roberto Penteado. *O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: condohotel*. São Paulo: Ícone, 2004. p. 13.

Tendo isso em vista, analisar-se-á a estrutura desses dois modelos de condo-hotéis e, posteriormente, uma vez entendidas as características de cada um, analisar-se-ão os elementos que levaram a CVM a caracterizar a oferta pública de tal modalidade de empreendimento como uma oferta de contratos de investimento coletivo.

3.1.1.1 Os condo-hotéis de unidades autônomas individualizadas

Dos casos analisados e decididos pela CVM até maio de 2015, a maioria diz respeito aos condo-hotéis de unidades autônomas individualizadas. Nesse modelo, a estruturação do empreendimento dar-se-á na forma de uma incorporação imobiliária, sujeita, portanto, aos ditames da Lei nº 4.591/1964 (Lei de Incorporações).

O artigo 1º e o parágrafo único do artigo 28 da Lei de Incorporações dispõem:

Art. 1º As edificações ou conjuntos de edificações, de um ou mais pavimentos, construídos sob a forma de unidades isoladas entre si, destinadas a fins residenciais ou não-residenciais, poderão ser alienados, no todo ou em parte, objetivamente considerados, e constituirá, cada unidade, propriedade autônoma sujeita às limitações desta Lei.

Art. 28. As incorporações imobiliárias, em todo o território nacional, reger-se-ão pela presente Lei.

Parágrafo único. Para efeito desta Lei, considera-se incorporação imobiliária a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas.

Conclui-se, assim, que a incorporação imobiliária é a operação que resulta na criação de unidades autônomas completamente individualizadas, com matrículas próprias, registradas em Cartório de Registro de Imóveis e sujeitas ao domínio exclusivo dos seus proprietários. A finalidade da incorporadora na alienação da unidade autônoma é captar recursos para a construção e o desenvolvimento do empreendimento.

Nesse sentido, dispõe o requerente da dispensa do registro da oferta no Processo nº RJ2014/12022,

A incorporação imobiliária é uma atividade empresarial exercida com o objetivo de produzir e alienar, durante o período de construção, unidades autônomas em edificações coletivas – condomínios edilícios – podendo ter fins residenciais ou não. A alienação de unidades autônomas durante o período de construção viabiliza justamente a captação dos recursos necessários ao desenvolvimento da incorporação¹⁶⁴.

O investidor, ao adquirir uma unidade autônoma, está na verdade adquirindo um apartamento (quarto) do hotel, cuja propriedade será regida pelo direito imobiliário. Ou seja, trata-se da aquisição de unidades imobiliárias hoteleiras autônomas com matrículas específicas, separadas e diversas da matrícula do terreno no qual o empreendimento está localizado¹⁶⁵.

Como ensina WALD, “[c]onsiderando-se cada unidade como um imóvel distinto, permite-se a transferência de direitos pertinentes à sua aquisição e à constituição de direitos reais independentemente do consentimento dos demais condôminos”¹⁶⁶.

Considerando a qualidade de proprietários da unidade autônoma, os investidores poderão alienar, transferir, onerar, dar em garantia ou hipotecar sem quaisquer restrições a unidade de que é proprietário, possuindo pleno direito de propriedade sobre o imóvel que adquirir. Entretanto, eles cederão os direitos de uso e gozo de suas unidades autônomas à operadora hoteleira, ficando vedada a utilização dos apartamentos para outros fins que não a exploração hoteleira através do *pool*¹⁶⁷.

Para adquirir a propriedade da unidade imobiliária autônoma com matrícula individualizada, o investidor terá que pagar um valor fixo à incorporadora, conforme explicado pelo requerente da dispensa do registro da oferta do empreendimento, no âmbito do Processo nº RJ2014/10139:

¹⁶⁴ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/12022, decidido pelo colegiado da CVM em 03.03.2015.

¹⁶⁵ Processo nº RJ 2014/10139, decidido pelo colegiado da CVM em 25.11.2014.

¹⁶⁶ WALD, Arnoldo. *Direito Civil: direito das coisas*. Vol. 4. 12ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 163.

¹⁶⁷ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014.

(...) o investidor terá que pagar um valor fixo à SPCIA 01 [sociedade de propósito específico] para que receba, em contrapartida, a propriedade de uma unidade imobiliária hoteleira autônoma do Empreendimento dotada de matrícula individualizada. Há, portanto, um direito real de natureza imobiliária autônomo no Empreendimento.

(...)

O investimento na Oferta ocorre mediante o pagamento de um valor fixo mínimo correspondente a uma unidade hoteleira autônoma. a partir do pagamento inicial, o investidor receberá, em contrapartida, a propriedade da unidade hoteleira autônoma desejada. Realizada a subscrição, o investidor assinará os demais contratos que regem o Empreendimento e estará apto a auferir os rendimentos descritos no Prospecto Resumido.

Sendo assim, infere-se que, ao investir na Oferta, o adquirente não estará subscrevendo apenas uma parcela ou uma fração de um terreno ou uma sociedade. Tal investidor estará, na realidade, adquirindo a totalidade da propriedade de uma unidade hoteleira do Empreendimento com matrícula individualizada¹⁶⁸.

Pelo fato do empreendimento encontrar-se dividido em um número determinado de apartamentos (unidades autônomas) com matrículas individualizadas, conclui-se que o risco de fracionamento e pulverização do empreendimento é afastado¹⁶⁹.

Por serem vendidos como unidades individualizadas, os empreendimentos estruturados sob a forma de unidade autônomas contam com a proteção não só da Lei de Incorporações, mas também do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/90) e pela retenção da propriedade imobiliária, preservando, ressalvada a possibilidade de desvalorização do imóvel, o valor investido. Além disso, considerando que a unidade autônoma terá seu registro individualizado no Cartório de Registro de Imóveis, será também regulada pela Lei dos Registros Públicos¹⁷⁰.

Até o início de maio de 2015, o colegiado da CVM decidiu oito casos que tratam da oferta pública dos condo-hotéis estruturados no sistema de unidades autônomas, quais sejam: Processos Administrativos CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014, RJ2014/5323, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014, RJ2014/6202 e RJ2014/9466, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014, RJ2014/10139 e

¹⁶⁸ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10139, decidido pelo colegiado da CVM em 25.11.2014.

¹⁶⁹ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014.

¹⁷⁰ Conforme entendimentos mantidos pela CVM nas decisões dos casos analisados até maio de 2015.

RJ2014/10135, decididos pelo colegiado da CVM em 25.11.2014, RJ2014/10089, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015 e RJ2014/12022, decidido pelo colegiado da CVM em 03.03.2015¹⁷¹.

Em todos esses processos, a CVM decidiu pela dispensa do registro da oferta pública dos condo-hotéis, bem como pela dispensa do registro de emissor de valor mobiliário (entre outras dispensas). Tais pedidos e concessões de dispensas serão melhor analisados no Capítulo 4 desta monografia.

3.1.1.2 Os condo-hotéis de frações ideais

O primeiro caso que a CVM decidiu sobre os condo-hotéis se refere a oferta pública de condo-hotel de frações ideais (caso da Arpoador Fashion Hotel Empreendimento SPE Ltda. e da Incortel Vitória Consultoria e Hotelaria Ltda., decidido no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503).

Nesse sistema, as frações ideais do empreendimento hoteleiro que serão alienadas correspondem a uma parte do todo indivisível, isto é, não há nesse modelo matrículas individualizadas para cada fração imobiliária, mas apenas uma matrícula do empreendimento total. Como ensina GOMES,

Para definir os direitos e obrigações próprios de uma situação de condomínio, é indispensável ter segura noção de parte ideal. É a fração que, na coisa indivisa, corresponde a cada condômino. Há, portanto, justaposição de direitos de propriedade sobre cotas abstratas¹⁷².

Dessa forma, o investidor, ao adquirir uma fração ideal do empreendimento, está na verdade adquirindo direitos aquisitivos sobre aquela fração ideal do terreno. Conforme mencionado pelo requerente da dispensa do registro da oferta no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342,

(...) no modelo de fração (condomínio voluntário em que, em razão do estado de indivisão da coisa, impõe a cada proprietário a coexistência da titularidade de uma

¹⁷¹ Em 09.09.2014, o colegiado desta Autarquia decidiu o Processo Administrativo CVM nº RJ013/12207, em que aprovou a deliberação no sentido de alertar o mercado sobre a distribuição irregular de valores mobiliários pela Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda. e seus sócios administradores, uma vez que não se encontravam habilitados a ofertas publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo.

¹⁷² GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 20ª Ed. Atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 228.

parte-ideal ou de um direito) ou cota todos os proprietários constam da mesma matrícula¹⁷³.

A remuneração dos investidores nesse modelo de condo-hotel ocorre da seguinte forma: o imóvel, como um todo, será alugado para uma administradora hoteleira, que se compromete a pagar um aluguel aos investidores, baseado, em sua maior parte, no resultado da operação do hotel. Desse modo, parte do lucro líquido da operação será distribuído aos proprietários das frações hoteleiras imobiliárias¹⁷⁴.

Diferentemente do condo-hotel de unidades autônomas, em que cada unidade corresponderá a um apartamento/quarto do empreendimento, o terreno do condo-hotel de frações ideais pode ser fracionado em tantas frações ideais quantas se pretenda, potencialmente atingindo-se um valor mínimo de investimento muito baixo, uma vez que quanto mais dividido o terreno, menor será o valor cobrado pela fração.

Assim, pode ocorrer uma alta pulverização do ativo, o que acarreta uma necessária tutela mais protetora aos investidores desse modelo de empreendimento, “que podem ser menos sofisticados ou propensos a assumir os riscos inerentes ao investimento”¹⁷⁵. Conforme explica a requerente da dispensa do registro da oferta no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo Colegiado da CVM em 29.10.2014:

No que se refere ao alcance da oferta, tanto em número de investidores quanto em termos de valor mínimo de investimento, em uma oferta como a Oferta da Incortel [de frações ideais] existe a possibilidade de fracionamento do terreno em tantas frações ideais quantas se pretenda, potencialmente atingindo-se um valor mínimo de investimento muito baixo e, conseqüentemente, uma alta pulverização do ativo. Por essa razão, faz-se necessária uma tutela mais protetora aos investidores, que podem ser menos sofisticados ou propensos a assumir os riscos inerentes ao investimento¹⁷⁶.

Apesar dos dois modelos seguirem os ditames da Lei nº 6.385/1976, a principal distinção entre o modelo dos condo-hotéis de unidades autônomas

¹⁷³ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014.

¹⁷⁴ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503, decidido pelo colegiado da CVM em 30.04.2014.

¹⁷⁵ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014.

¹⁷⁶ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo Colegiado da CVM em 29.10.2014.

para os condo-hotéis de frações ideais recai sobre o fato de que no primeiro o investidor goza da proteção da Lei de Incorporações, por se tratar da alienação de uma unidade com matrícula individualizada. Conforme explicado pelo requerente da dispensa do registro da oferta no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/12022:

No Empreendimento serão ofertadas unidades autônomas individualizadas, que gozam da proteção da Lei de Condomínios e Incorporações, o que não ocorre no modelo de oferta de frações ideais examinado no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/1503. Neste sentido, a oferta de unidades autônomas do Empreendimento tem características diversas da oferta analisada por essa Autarquia no âmbito daquele processo. Isso porque no Empreendimento, o Adquirente adquirirá unidade autônoma imobiliária, dotada de matrícula própria e individualizada no Registro Geral de Imóveis. Cada Adquirente, portanto, será proprietário de uma unidade autônoma que corresponderá, obrigatoriamente, a um apartamento do apart-hotel¹⁷⁷.

Esse fato, acrescido da possibilidade de alto grau de fracionamento e pulverização do ativo do modelo de condo-hotéis em questão, acarreta a necessidade de uma maior proteção aos investidores dos condo-hotéis de frações ideais.

Até o início de maio de 2015, o colegiado da CVM decidiu três casos que tratam da oferta pública dos condo-hotéis estruturados no sistema de frações ideais, quais sejam: Processos Administrativos CVM nº RJ2014/1503, decidido pelo colegiado da CVM em 30.04.2014¹⁷⁸, RJ2014/10045, decidido pelo colegiado da CVM em 10.02.2015 e RJ2014/10389, decidido pelo colegiado da CVM em 17.03.2015.

Da mesma forma que nas decisões proferidas para os condo-hotéis de unidades autônomas, em todos os processos analisados sobre os condo-hotéis de frações ideais, a CVM decidiu pela dispensa do registro da oferta pública dos empreendimentos, bem como pela dispensa do registro de emissor de valor

¹⁷⁷ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/12022, decidido pelo Colegiado da CVM em 03.03.2015.

¹⁷⁸ O colegiado da CVM deu início à discussão do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503 em 29.04.2014, mas a decisão só foi realizada em ata de reunião do colegiado de 30.04.2014. Em 03.06.2014, o colegiado dessa Autarquia discutiu o pedido de reconsideração da decisão anteriormente proferida, deliberando manter a decisão tomada no dia 30.04.2014. Ainda, em 22.07.2014, o colegiado analisou os embargos de declaração formulados pelos recorrentes nesse processo, deliberando pela manutenção da decisão tomada em 30.04.2014.

mobiliário (entre outras dispensas), sob algumas condições específicas. Tais pedidos e concessões de dispensas serão melhor analisados no Capítulo 4 do presente trabalho.

CAPÍTULO 4 – O CONDO-HOTEL E O CONCEITO DE CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO

Tendo sido elencadas as características das duas estruturas dos condo-hotéis, passar-se-á, nesse capítulo, à análise do enquadramento da oferta pública dos condo-hotéis no conceito de contrato de investimento coletivo e, conseqüentemente, no rol de valores mobiliários elencados pela Lei nº 6.385/1976.

Posteriormente, serão analisados os elementos trazidos pela *Howey definition* para a definição de valor mobiliário e o enquadramento das ofertas públicas dos condo-hotéis em cada um desses elementos. Por fim, estudar-se-ão as condições de dispensa que a CVM vem atribuindo ao registro da oferta dos condo-hotéis e a Deliberação CVM nº 734, de 17 de maio de 2015.

4.1 O enquadramento da oferta pública dos condo-hotéis no conceito de valor mobiliário

Conforme explicado no item 1.3.1 do presente trabalho, os contratos de investimento coletivo são definidos como sendo

(...) todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa¹⁷⁹.

Assim, como também já abordado, estes são os requisitos para que determinado contrato seja enquadrado no conceito de contrato de investimento coletivo (elementos da *Howey definition*): (i) investimento em dinheiro; (ii)

¹⁷⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 14, ano XIII, 1974, p. 47.

empreendimento comum; (iii) expectativa de lucro; e (iv) proveniente unicamente de esforços de terceiro¹⁸⁰.

4.1.1 Investimento em dinheiro

Conforme explicado por ALVARES, para fins de caracterização de valor mobiliário, o investimento em dinheiro “quer dizer aporte de capital para a consecução do empreendimento. Não se requer que as entradas sejam feitas em espécie, podendo consistir na entrega de bens suscetíveis de avaliação econômica”¹⁸¹.

Nos condo-hotéis, tal característica do conceito de *security* pode ser muito facilmente identificada: o investidor, ao adquirir uma unidade autônoma ou uma fração ideal do empreendimento, deve pagar uma quantia fixa por aquela aquisição. Ou seja, para ingressar no empreendimento de unidades autônomas e se tornar proprietário de uma, o investidor deve pagar um valor fixo e determinado, que corresponderá ao valor da unidade imobiliária autônoma.

No caso do investimento em um condo-hotel de frações imobiliárias, o pagamento devido será referente ao valor da fração. Verifica-se, nesse contexto, a pulverização dos ativos, sendo o valor a ser pago mais flexível do que aquele devido nas ofertas de unidades autônomas. Isto é, na oferta de fração imobiliária, a possibilidade de fracionamento do terreno é muito maior do que na oferta das unidades autônomas, o que ocorre nas mesmas proporções em relação ao preço a ser pago.

Ademais, a estrutura da oferta de condo-hotéis conta com a celebração de um contrato de compra e venda (ou promessa de compra e venda, conforme for o caso), tendo em vista que para ingressar como investidor no

¹⁸⁰ Ibid., p. 48.

¹⁸¹ ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O Atual Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 142, ano XLV, 2006, p. 214.

empreendimento é preciso adquirir uma ou mais unidades imobiliárias/frações ideais.

Com os recursos oriundos das vendas das unidades autônomas ou das frações ideais, a operadora hoteleira e a incorporadora adquirirão os recursos para desenvolver e explorar o empreendimento. Resta evidente, portanto, a existência do elemento *investimento em dinheiro* nas ofertas dos condo-hotéis, sendo certo que é esse investimento que possibilita o desenvolvimento do empreendimento.

4.1.2 Empreendimento comum

Nas palavras de ALVARES, o requisito do empreendimento comum “significa que os investidores devem compartilhar um único conjunto de ativos, sujeitando-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio”¹⁸².

Ainda, LEÃES explica que a expressão *empreendimento comum* “apenas quer referir-se a situações nas quais os valores fornecidos pelo investidor sujeitam-se, de alguma maneira, aos riscos de um mesmo negócio”¹⁸³.

Na oferta dos condo-hotéis, tal requisito é verificado tendo em vista que a unidade imobiliária ou a fração ideal adquirida pelo investidor será necessariamente colocada no *pool* hoteleiro de locação, ou seja, a exploração do negócio se dará de forma conjunta, como um único empreendimento. Caberá à administradora hoteleira o desenvolvimento do negócio e os investidores não terão qualquer ingerência sobre a sua execução. Como ensina VERÇOSA,

Neste caso, o caráter de investimento coletivo é dado pela realidade da participação de inúmeros compradores na construção de um imóvel formado pelas áreas privativas (de propriedade de cada investidor) e pelas áreas comuns, correspondentes a todos os tipos de facilidades destinadas a atrair hóspedes, tais como piscina, sauna, academias de ginásticas, salas para convenções, salas para reuniões, etc., algumas delas reservadas para o empresário lançador, cuja totalidade, na sua exploração dinâmica,

¹⁸² ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O Atual Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 142, ano XLV, 2006, p. 214.

¹⁸³ LEÃES, Luiz Gastão de Barro. *O conceito de “secutiry” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 14, ano XIII, 1974, p. 48.

forma um aviamento determinado, ou seja, uma especial capacidade de geração de lucro por via da locação do bem¹⁸⁴.

O desenvolvimento do negócio pela operadora hoteleira é acordado pelas partes por meio de um contrato de locação em que a operadora hoteleira, como locatária, aluga o empreendimento por um longo período¹⁸⁵ para explorar a atividade hoteleira.

Com relação ao elemento em análise, cabe uma importante observação acerca da possibilidade de retirar a unidade imobiliária do *pool*. No flat service e no apart-hotel, por exemplo, o investidor pode, no momento da aderência ao contrato, optar por colocar a unidade de que será proprietário no *pool* de locações, mas também pode, caso queira, optar por utilizar aquela unidade de forma individual, mantendo-a fora do *pool*.

Nessa hipótese, o caráter do empreendimento daquele que adquiriu a unidade para uso individual pode ser considerado absolutamente típico de um produto imobiliário, não podendo ser classificado como um contrato de investimento coletivo justamente por lhe faltar o requisito do empreendimento comum¹⁸⁶. Não haveria, aqui, qualquer diferença em relação ao caso em que um indivíduo adquire um apartamento para morar ou alugá-lo de forma independente.

Outra questão importante a ser destacada é a possibilidade de se retirar a unidade imobiliária do *pool* após certo período de exploração conjunta do empreendimento comum. Em outras palavras, seria o caso em que os investidores permanecessem obrigados a manter suas unidades no *pool* de

¹⁸⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os contratos de investimento coletivo* (“Boi Gordo” e outros). Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 108, ano XXXVI, 1997, p. 100.

¹⁸⁵ Nos casos analisados, geralmente por aproximadamente nove anos.

¹⁸⁶ Conforme explicado por José Ernesto Marino Neto na I Mesa Redonda realizada em 18.02.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em: <<http://www.google.com.br/url?q=http://www.bshinternational.com/sys/download/Mesa-Redonda---FGV---18-02-14---Condo-Hotel-e-legisla--o-de-mercado-de-capitais.pdf&sa=U&ei=215iVYfgKGwsATD64H4Cg&ved=0CCcQFjAB&usg=AFQjCNGuXoeSHcCbhHMCiYxIvJJ3-EvCQ>>. Acesso em 24 maio 2015.

locação e, após um determinado período de tempo, tivessem a faculdade de retirá-las para utilização de forma individual.

Trata-se de um ponto controverso. Pode-se sustentar, nesse caso, que o contrato ofertado não caracterizaria um valor mobiliário. Por outro lado, pode-se entender que, uma vez dada a opção ao investidor de manter a unidade de que é proprietário no *pool* de locações após um período, o contrato ofertado seria caracterizado como um valor mobiliário.

Corroborar este último entendimento o fato de, no momento da oferta, o contrato se enquadrar em todos os requisitos da *Howey definition*. Em outras palavras, o contrato será ofertado com o pressuposto de que a unidade adquirida permanecerá, por um determinado período, obrigatoriamente no *pool* de locações, sendo explorada pela operadora hoteleira por meio de um empreendimento comum.

É o que prevê o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 ao afirmar que são valores mobiliários os contratos de investimento coletivo, “quando ofertados publicamente”. Ou seja, de acordo com a previsão legal, se, no momento da oferta, o contrato de investimento coletivo se enquadrar nos requisitos da *Howey definition*, esse contrato será considerado um valor mobiliário independentemente de eventuais e futuras alterações em sua estrutura.

É o que ocorrerá no caso em questão. O empreendimento será necessariamente explorado pela operadora hoteleira por um determinado período e, após esgotado esse prazo, o investidor terá a opção de retirar a sua unidade do *pool*. Isto é, o investidor poderá optar por retirar ou não a sua unidade da exploração conjunta.

Conforme destacado por Paulo Fernandes na segunda mesa redonda realizada na FGV para discutir os condo-hotéis, o simples fato de se ofertar a

opção poderia caracterizar a oferta de um valor mobiliário¹⁸⁷. Ou seja, partindo-se da ideia de que não haveria como prever se os investidores optariam por retirar suas unidades do *pool* após decorrido o prazo estipulado no contrato, o simples fato de ser ofertada a opção de manter as unidades sob a administração conjunta do empreendimento não descaracterizaria o valor mobiliário.

Dito de outra forma, ainda que o investidor tenha a opção de retirar a sua unidade do *pool* de locações, pode-se entender que esse contrato ofertado corresponde a um contrato de investimento coletivo e, portanto, deverá seguir os ditames da Lei nº 6.385/1976.

Considerando, porém, que os condo-hotéis que vêm sendo ofertados no mercado nos últimos anos e que vem sendo analisados pela CVM constituem empreendimentos em que o investidor se obriga a colocar a unidade autônoma ou a fração ideal que adquiriu no *pool* de locação, e que todas essas unidades/frações de diversos investidores serão administradas e exploradas de forma conjunta (no *pool* de locação) por uma administradora hoteleira, conclui-se que está presente o requisito da *Howey test* do *empreendimento comum*.

4.1.3 Expectativa de lucro

Como ensina MATTOS FILHO, “[a] compra de um bem a título de investimento se caracteriza pela expectativa de lucro, distinguindo-se, por tal situação, da simples compra para consumo”¹⁸⁸. Aliado ao objetivo lucrativo, almejado pelo investidor, deve ser também analisado o risco de perda do valor inicial investido, o chamado teste do risco. Conforme explica LEÃES,

Em todo tipo de captação pública de valores, o investimento feito pelo poupador torna-se parte do capital comum utilizado pelo captador de recursos para conduzir o negócio. Pois o lançador sempre recorre a esse canal de suprimento de capital porque, incapaz de suprir, ele mesmo, os seus negócios com os recursos necessários, procura-os de fora, para garantir esse fluxo de dinheiro ou bens, promete certos ganhos às

¹⁸⁷ II Mesa Redonda realizada em 08.05.2014. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/II-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais---08.05.14---CVM.pdf>> Acesso em 24 maio 2015.

¹⁸⁸ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 59, ano XXIV, 1985, p. 43.

pessoas que lhe trouxeram o capital adequados. Já se esses investidores receberão o ganho prometido, e mesmo o retorno do dinheiro aplicado, isso vai depender do bom emprego do capital no empreendimento comum¹⁸⁹.

Nesse mesmo sentido escreve MATTOS FILHO,

A possibilidade de perda econômica é característica relevante do investimento de risco. De outro lado, este se materializa quando o investidor depende total ou parcialmente da ação ou inação daquele que, ao tomar o capital de risco, fez materializar de alguma forma o valor mobiliário. Assim, o contrato de risco é o ponto de partida para a eventual obtenção do lucro¹⁹⁰.

O lucro dos investidores nos condo-hotéis se dá por meio da remuneração do empreendimento. A forma pela qual eles são remunerados pode variar de caso e caso, podendo consistir, por exemplo, em um aluguel variável a ser pago mensalmente pela operadora hoteleira ao investidor que corresponda a uma porcentagem do resultado operacional positivo do empreendimento. Outro exemplo é o pagamento de dividendos apurados e pagos anualmente.

De um jeito ou de outro, o investidor, visando ao lucro, se sujeita aos riscos do negócio ao adquirir uma unidade autônoma ou fração ideal de um empreendimento. O investimento nos condo-hotéis, portanto, preenche tal requisito da *Howey definition*.

4.1.4 Unicamente de esforços de terceiro

Conforme já mencionado e nas palavras de MATTOS FILHO,

(...) a ideia inicial é que o investidor entrega dinheiro, ou bem pecuniariamente avaliável, para que este seja gerido por terceiro, com alguma ou nenhuma participação do investidor na gestão do empreendimento.

(...) o pressuposto é que o investidor não controle o empreendimento no qual seus recursos foram investidos. (...). Após a entrega dos recursos, a título de investimento de risco, o tomador é que passa a comandar a ação. Em assim sendo temos que é característica do valor mobiliário, em diferentes graus de intensidade, a ausência de controle do investidor sobre o empreendimento¹⁹¹.

¹⁸⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de "Security" no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 14, ano XIII, 1974, p. 52.

¹⁹⁰ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 59, ano XXIV, 1985, p. 44.

¹⁹¹ *Ibid.*, p. 42-45.

Nesse mesmo sentido, LEÃES ensina que “é característico do investidor a sua passividade: ele não tem o direito de participar das decisões do negócio, totalmente entregue a terceiros: ele é um simples fornecedor de capital”¹⁹².

Dessa forma, considerando que, no empreendimento hoteleiro desenvolvido na forma dos condo-hotéis, o investidor adquire uma unidade/fração do empreendimento e, em contrapartida, a operadora hoteleira se responsabiliza por explorar o empreendimento através do *pool* de locação, constata-se que essa característica da *Howey definition* também se mostra presente.

Tendo em vista que os investidores são remunerados com recursos oriundos dessa exploração, na forma estabelecida nos documentos que instruem a oferta, eles são sujeitos passivos que dependem única e exclusivamente dos esforços de um terceiro (operadora hoteleira) para que o negócio seja bem sucedido.

Preenchidos os quatro requisitos da *Howey definition*, conclui-se que os condo-hotéis são abarcados pela definição de contratos de investimento coletivo. Assim, para que seja considerado valor mobiliário, nos termos do artigo 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976, resta avaliar se as ofertas dos condo-hotéis são dirigidas ao público em geral ou não.

As ofertas dos condo-hotéis costumam ser veiculadas por anúncios televisivos e por meio da internet, podendo ser facilmente acessado nos websites¹⁹³ das operadoras hoteleiras (ou dos demais participantes da operação)

¹⁹² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: nº 14, ano XIII, 1974, p. 54.

¹⁹³ A respeito do apelo ao público por meio da internet, vide: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. In: *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. Coord.: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 392-393.

os documentos das operações, recaiando, portanto, no conceito trazido pelo parágrafo 3º do artigo 19 da Lei 6.385/1976¹⁹⁴.

Diante do exposto, verifica-se que os contratos de condo-hotéis, quando ofertados publicamente, devem ser enquadrados no conceito de valor mobiliário. Por isso, são abrangidos pela competência da CVM e devem por ela ser regulados.

Para uma análise mais completa a respeito da caracterização dos contratos de condo-hotéis como valores mobiliários, os itens a seguir se prestarão ao estudo da atuação da autarquia face às ofertas públicas de tais contratos.

4.2 Os requisitos da dispensa da oferta pública dos condo-hotéis

A CVM vem analisando, nos últimos anos, casos de ofertas de distribuição pública de condo-hotéis. Nos processos examinados o Colegiado dessa autarquia decidiu pela dispensa do registro da oferta pública de distribuição, considerando algumas características peculiares das ofertas dos condo-hotéis.

A referida dispensa está regulada no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003¹⁹⁵ e, para que se configure, a CVM deve considerar, cumulativa ou

¹⁹⁴ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

¹⁹⁵ 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.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - REVOGADO

II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

isoladamente, algumas condições especiais da operação pretendida, que estão especificadas nos incisos do parágrafo 1º desse artigo. Assim, o regulador vem analisando, nos processos que envolvem os condo-hotéis, basicamente os seguintes requisitos para a dispensa da oferta pública (e demais dispensas que vem sendo requeridas): (i) interesse público; (ii) adequada informação; e (iii) proteção ao investidor.

4.2.1 O interesse público

O requisito do interesse público na dispensa das ofertas de distribuição dos condo-hotéis está presente em razão de diversos fatores. Em primeiro lugar, com os eventos esportivos que ocorreram e estão por vir, é importante para a sociedade que se aumente a capacidade hoteleira do país para receber visitantes.

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

§2º O pedido de dispensa de registro ou de requisitos do registro será formulado pelo ofertante, e pela instituição intermediária, se for o caso, em documento fundamentado, nos termos do Anexo I, que conterá as justificativas identificadas pelos requerentes para a concessão da dispensa, aplicando-se na análise os prazos previstos nos arts. 8º e 9º.

§3º Fica facultada a apresentação do pedido de registro de distribuição conjunta e simultaneamente ao pedido de dispensa de requisitos de registro.

§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou no termo de adesão e ciência de risco, no caso de oferta de cotas de emissão de fundos de investimento; e

III – REVOGADO

IV - os prazos de análise previstos no § 3º do art. 13.

§5º Nas hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos previstas neste artigo, a CVM pode impor restrições à negociação dos valores mobiliários em mercados regulamentados.

Além de ampliar a capacidade de hospedagem para os Jogos Olímpicos de 2016, a viabilização desses empreendimentos suscita ganhos às localidades em que eles são desenvolvidos, pois fomenta a economia da região, traz benefícios relacionados à infraestrutura local e propicia a geração de empregos. Como defendido pelo requerente no Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo Colegiado da CVM em 12.08.2014,

(...) atualmente, o Brasil possui apenas 2,5 quartos disponíveis para cada 1.000 habitantes enquanto países como China tem 4, Alemanha e França, aproximadamente 12, e Estados Unidos e Itália, mais de 20 quartos por 1.000 habitantes. Dessa forma, além do contexto dos esforços para aumento da capacidade hoteleira da cidade do Rio de Janeiro em preparação para os Jogos Olímpicos de 2016, a construção do Empreendimento pela Requerente também irá contribuir para o desenvolvimento da infraestrutura da cidade do Rio de Janeiro em geral, gerando assim novos empregos, negócios, recolhimento de tributos, além de atrair mais turistas e, consequentemente, um volume maior de recursos para a cidade¹⁹⁶.

Assim, nos casos analisados, o Colegiado da CVM entendeu como preenchido o requisito do interesse público para a dispensa do registro da distribuição pública dos condo-hotéis.

4.2.2 A adequada informação

Com relação à adequada informação, este requisito foi preenchido pelas ofertas analisadas na medida em que previam providências como a entrega de todos os documentos que integravam a operação, tais como o prospecto resumido com a descrição da oportunidade do investimento, as premissas do negócio e os fatores de risco associados, bem como o estudo de viabilidade do empreendimento, os contratos celebrados pelos investidores na operação, além da assinatura de uma declaração nos moldes do inciso I do §4º do artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03, transcrito acima.

Ainda com o intuito de manter a adequada informação aos investidores, o Colegiado da CVM, nas decisões proferidas, determinou que o deferimento do pleito de dispensa de registro da oferta deve ser condicionado à prévia aprovação, pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE),

¹⁹⁶ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo Colegiado da CVM em 12.08.2014.

dos materiais de divulgação da oferta ainda não analisados por essa Superintendência ao tempo do deferimento do pedido de dispensa, que deverão ser elaborados pelos requerentes nos termos do artigo 50 da Instrução CVM nº 400/2003¹⁹⁷ e conter, em todas as páginas, o *disclaimer* previsto no artigo 5º, § 8º, II da Instrução CVM nº 400/2003¹⁹⁸.

Por fim, o Colegiado reiterou, em todas as decisões já citadas no presente trabalho,

(...) a importância de que as informações divulgadas pela requerente no âmbito do empreendimento reflitam de maneira clara e fidedigna as características do negócio, com linguagem serena e moderada, inclusive alertando o investidor para os principais riscos associados, como por exemplo, a necessidade de aporte de capital adicional por parte dos investidores no caso de resultado negativo do empreendimento.

Além disso, o Colegiado determinou, também em todos os casos já citados nesta monografia, que as informações financeiras e contábeis do requerente devem ser submetidas à auditoria independente e divulgadas durante toda a vida do empreendimento ao mercado.

¹⁹⁷ Art. 50. A utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do Prospecto Preliminar à CVM.

§ 1º Considera-se aprovada a utilização do material publicitário, caso não haja manifestação da CVM, no prazo de:

I – 10 (dez) dias úteis, contado da data do protocolo do material publicitário, para as ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento; e

II – 5 (cinco) dias úteis, contado da data do protocolo do material publicitário, para as demais ofertas.

§2º O material publicitário não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes do Prospecto e deverá ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.

§3º O material mencionado neste artigo deverá fazer referência expressa de que se trata de material publicitário e mencionar a existência de Prospecto, bem como a forma de se obter um exemplar, além da advertência em destaque com o seguinte dizer: “LEIA O PROSPECTO ANTES DE ACEITAR A OFERTA”

§4º A CVM, inobstante ter autorizado a utilização do material publicitário, poderá, a qualquer momento, por decisão motivada, requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade.

§5º Não caracterizam material publicitário os documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores, os quais deverão, no entanto, ser encaminhados à CVM previamente à sua utilização.

¹⁹⁸ Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

(...)

§ 8º O material mencionado no § 7º deve conter, em destaque:□

I - menção de que se trata de material publicitário; e

II - a seguinte frase “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”.

4.2.3 A proteção ao investidor e os demais requisitos analisados pela Comissão de Valores Mobiliários

A proteção do investidor é tratada de formas diferentes quando se está diante de condo-hotel de unidades autônomas ou de condo-hotel de frações ideais.

Apesar do investidor ser protegido pelas disposições da Lei nº 6.385/1976 nas duas estruturas (por entender encaixar-se no conceito de valor mobiliário), o investidor dos condo-hotéis de unidades autônomas é protegido também, simultaneamente: (i) pela Lei de Condomínio e Incorporações¹⁹⁹, incluindo as garantias atreladas ao patrimônio de afetação, instituído pelo empreendimento; (ii) pela Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor), que estende ao adquirente das unidades autônomas imobiliárias uma série de proteções e prerrogativas, não concedidas nas ofertas tradicionais de valores mobiliários; e (iii) pela retenção da propriedade imobiliária, preservando, ressalvada a possibilidade de desvalorização do imóvel, o valor investido²⁰⁰.

Além disso, o § 1º do artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003, determina que a CVM deve considerar, na análise do pedido da dispensa da oferta, cumulativa ou isoladamente, algumas condições especiais da operação pretendida, entre as quais o valor unitário dos valores mobiliários ofertados (inciso II), o público destinatário da oferta (inciso VI) e a circunstância de ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados (inciso VII).

Com relação à oferta dos condo-hotéis de unidades imobiliárias, a CVM entende que, ao ter como investimento o valor unitário mínimo de uma unidade imobiliária do empreendimento, a oferta atende razoavelmente a todos esses três incisos citados acima. Em outras palavras, considerando que o valor do

¹⁹⁹ Conforme ensina Paulo Ferreira na II Mesa Redonda da FGV, realizada em 08.05.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/II-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais---08.05.14---CVM.pdf>> Acesso em 31 de junho 2015.

²⁰⁰ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo Colegiado da CVM em 29.10.2014.

investimento nos condo-hotéis de unidades autônomas corresponde ao valor de uma ou mais unidades do empreendimento, a CVM entende que esse investimento atende razoavelmente aos requisitos elencados no parágrafo acima.

Para que tais requisitos sejam preenchidos satisfatoriamente, nos condo-hotéis de unidades autônomas, a CVM entende que os investidores, quando do aceite da oferta, devem (i) assinar declaração atestando que têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta, que são capazes de assumir tais riscos, que tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no prospecto e que têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro; e (ii) rubricar um documento descrevendo os principais fatores de risco que envolvem o investimento²⁰¹.

Nos condo-hotéis de frações ideais, por outro lado, os investidores não gozam das mesmas proteções legais dos investidores do condo-hotel de unidades autônomas, isto é, não contam com a proteção da Lei de Condomínio e Incorporações²⁰², uma vez que o que ele adquire é uma fração ideal do empreendimento (uma quota-parte do empreendimento) e não um apartamento do hotel.

Tudo isso, acrescido do fato de que nos casos das frações ideais o empreendimento pode ser dividido em quantas frações for de interesse do empreendedor (o que acarreta uma pulverização do ativo e, conseqüentemente, um menor preço para cada fração), fez com que a CVM chegasse ao entendimento de que os investidores adquirentes das frações ideais precisariam ser investidores qualificados. Tal fato pode ser verificado nas manifestações proferidas pela SRE, e aprovadas pelo Colegiado da autarquia, em todos os

²⁰¹ Trecho citado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em todos os processos administrativos que tratavam da dispensa da oferta dos condo-hotéis de unidades autônomas.

²⁰² Conforme decidido pela CVM em todos os processos analisados pela autarquia até maio de 2015 que tratavam de condo-hotéis de unidades autônomas.

casos decididos sobre condo-hotéis de unidades autônomas já citados no presente trabalho, a exemplo o Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342:

Conclusão

Entendemos que o presente caso não demanda a adoção dos condicionantes aplicados à dispensa deferida na Reunião Extraordinária do Colegiado da CVM de 30.04.2014 [sobre um caso de condo-hotel de fração ideal], quais sejam, destinação exclusiva a investidores que se enquadrem no conceito de investidor qualificado previsto no art. 109 da Instrução CVM nº 409/04, e ainda possuam ao menos R\$1,5 milhão de patrimônio; ou, alternativamente, invistam ao menos R\$1 milhão na Oferta em questão.

Isto porque estão sendo ofertadas unidades autônomas individualizadas, cujo preço – R\$400.000,00 – já estabelece previamente uma seleção de investidores. Além disso, o condomínio de unidades autônomas goza da proteção da Lei de Incorporações, o que não ocorre no modelo de frações, embora ambos necessitem seguir os ditames da Lei nº 6.385/76 para suprir os investidores das informações relativas ao empreendimento hoteleiro, que não são contempladas pela Lei de Incorporações²⁰³.

Dessa forma e com relação à proteção do investidor e aos requisitos previstos nos incisos II, VI e VII do § 1º do artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003, para que o registro da oferta dos condo-hotéis de frações ideais seja dispensado, a CVM entende que o público destinatário da oferta dos condo-hotéis de frações ideais deverá assinar documento (i) declarando sua condição de investidor qualificado, conforme previsto no artigo 109 da Instrução CVM nº 409/2004²⁰⁴ e declarando possuir patrimônio de no mínimo

²⁰³ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, decidido pelo Colegiado da CVM em 12.08.2014.

²⁰⁴ Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I – instituições financeiras; ☐

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; ☐

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; ☐

IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; ☐

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; ☐

VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; ☐

VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

§1º Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

§2º É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos incisos deste artigo, desde que tais cotistas tenham ingressado até a data de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

§3º Os requisitos a que se refere o caput deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista,

R\$1.500.000,00;ou, alternativamente, estar investindo ao menos R\$1.000.000,00 na aquisição das frações no âmbito da oferta em questão; (ii) atestando ter conhecimento e experiência em finanças, negócios e no mercado imobiliário suficientes para avaliar e assumir os riscos que envolvem a participação na referida oferta; (iii) atestando ter tido pleno acesso às informações necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente as constantes do prospecto resumido, do estudo de viabilidade econômica e dos contratos que compõem o contrato de investimento coletivo; e (iv) alegando ter conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro, além de obrigar-se a rubricar um documento descrevendo os principais fatores de risco que envolvem o investimento²⁰⁵.

Assim, entende-se que os requisitos(i) da proteção do investidor; (ii) do valor unitário dos valores mobiliários ofertados; (iii) do público destinatário da oferta; e (iv) da circunstância de ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados foram preenchidos satisfatoriamente nos casos analisados.

4.2.4 Demais dispensas solicitadas

Além da dispensa do registro da oferta pública de distribuição dos contratos de investimento coletivo que compõem a estrutura dos condo-hotéis, a CVM analisou e concedeu outras dispensas nos casos decididos, quais sejam: (i) dispensa de contratação de intermediário; (ii) dispensa de observância aos prazos estabelecidos nos artigos 17e 18 da Instrução CVM nº 400/2003²⁰⁶; e (iii) dispensa de registro de emissor de valores mobiliários.

sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.

²⁰⁵ Decisão da SRE, aprovada pelo Colegiado da CVM, nos Processos Administrativos CVM nº RJ2014/1503, RJ2014/10045 e RJ2014/10385, decididos pelo Colegiado, respectivamente, em 30.04.2014, 10.02.2015 e 17.03.2015.

²⁰⁶ Art. 17. O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto ou o Suplemento de que trata o art. 13 não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção.

Art. 18. A subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses, contado da data de divulgação do Anúncio de Início de Distribuição.

A dispensa de contratação de intermediário está prevista no artigo 3º, § 2º, da Instrução CVM nº 400/2003, que estabelece:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

(...)

§ 2º A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (“Instituições Intermediárias”), ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do art. 4º.

Três foram os argumentos fornecidos pelos requerentes e ratificados pela SRE e pelo Colegiado da CVM para a dispensa da contratação de intermediários. O primeiro deles fundamenta-se no caráter imobiliário das ofertas. Isto é, por ter caráter imobiliário, as ofertas serão intermediadas por corretores de imóveis e sociedades corretoras de imóveis, o que torna indispensável a contratação de instituição financeira.

O segundo argumento diz respeito à oferta dos condo-hotéis constituir oferta por tempo indeterminado, ou seja, ela existirá até que todas as unidades ou frações sejam alienadas. Dessa forma, o tempo indeterminado tornaria inviável a manutenção da contratação de instituição intermediária até a aquisição de todas as unidades/frações.

O último argumento se fundamenta no comprometimento dos requerentes em se responsabilizar pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas na oferta, nos termos do artigo 56 da Instrução CVM nº 400/2003²⁰⁷.

Com relação à dispensa da observância dos prazos estabelecidos nos artigos 17 e 18 da Instrução CVM nº 400/2003, transcritos acima, a CVM concedeu a dispensa tendo em vista o entendimento de que tal prazo é aplicável

²⁰⁷ Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.
(...)

às ofertas registradas, “visando a preservação da atualização das informações apresentadas por ocasião da análise do pedido da oferta”²⁰⁸.

Assim, entende o Colegiado da CVM que, uma vez que os ofertantes comprometem-se a manter a atualidade das informações fornecidas aos investidores, nos termos da declaração que assinará (conforme já citada no presente trabalho), tal dispensa foi concedida.

Por último, a CVM analisou a dispensa do registro de emissor de valores mobiliários nos casos em questão e decidiu que, para uma oferta dispensada de registro, o registro de emissor também pode ser dispensado²⁰⁹. Isso se dá ao fato de que “o registro de emissor de valores mobiliários é um requisito da oferta, em conformidade com o item 11 do Anexo 2 da Instrução CVM 400”²¹⁰. Ou seja, se a oferta é dispensada do registro, a emissora também pode ser.

Esse emissor, que não precisará ter o registro, compromete-se, em contrapartida, a submeter as demonstrações financeiras do empreendimento à auditoria, por auditor registrado na CVM, e a manter as informações financeiras do empreendimento atualizadas e disponíveis aos investidores, conforme dispostas nas decisões da CVM com relação à dispensa de registro da oferta dos condo-hotéis e, também, conforme explica Paulo Ferreira, na segunda mesa redonda realizada na FGV, em 08.05.2014.

4.3 A Deliberação CVM nº 734/2015

Com a análise dos casos referentes às ofertas dos condo-hotéis e considerando o crescimento das ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração é vinculada à participação nos resultados dos empreendimentos

²⁰⁸ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, decidido pelo Colegiado da CVM em 02.09.2014.

²⁰⁹ Conforme analisado por Paulo Ferreira na II Mesa Redonda da FGV, realizada em 08.05.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/II-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais---08.05.14---CVM.pdf>> Acesso em 31 de junho 2015.

²¹⁰ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, decidido pelo Colegiado da CVM em 29.10.2014.

hoteleiros, a CVM decidiu editar, com base nas decisões proferidas pela SRE e pelo Colegiado, a Deliberação CVM nº 734, em 17 de março de 2015.

O intuito da publicação dessa Deliberação foi delegar

[c]ompetência 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.

A Deliberação tratou das dispensas que vinham sendo abordadas nos Processos analisados até então, quais sejam: (i) dispensa do registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o artigo 19 da Lei nº 6.385/1976; (ii) dispensa do registro de emissor de valores mobiliários de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385/1976; (iii) dispensa da contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do artigo 2º, § 3º, inciso III da Lei nº 6.385/1976 e do artigo 3º, § 2º da Instrução CVM nº 400/2003; e (iv) dispensa do cumprimento dos prazos de duração da oferta estabelecidos nos artigos 17 e 18 da Instrução CVM nº 400/2003.

Tais dispensas foram condicionadas às ofertas dos contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de (i) unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$1.000.000,00 de patrimônio ou invistam ao menos R\$300.000,00 na oferta; ou (ii) 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 de patrimônio ou invistam ao menos R\$1.000.000,00 na oferta.

Além disso, as dispensas tratadas nessa Deliberação são condicionadas ao cumprimento de outros requisitos, que consistem na divulgação de documentos atualizados com todas as informações do empreendimento, bem como declarações assinadas dos investidores alegando ter ciência das

condições da oferta, dos documentos integrantes da oferta e declarando, ainda, que cumprem os requisitos dos itens (i) e (ii) citados no parágrafo anterior.

Com a publicação dessa Deliberação, a CVM consolidou seu entendimento a respeito da dispensa do registro e de certos requisitos do registro da oferta pública dos contratos de investimento coletivo que compõem a oferta dos condo-hotéis.

CONCLUSÃO

Como se pôde ver ao longo desta monografia, o mercado hoteleiro brasileiro passou por momentos de desenvolvimento e estagnação. Novas formas de investimento nesse setor foram sendo realizadas ao longo dos ciclos vividos por esse mercado no Brasil.

Atualmente, o desenvolvimento do mercado hoteleiro no país vem sendo propiciado em grande parte pelos chamados condo-hotéis. Assim como toda e qualquer forma de investimento destinado ao público em geral, os condo-hotéis atraíram grande atenção da Comissão de Valores Mobiliários, que, a partir de dezembro de 2013 quando da publicação do comunicado ao mercado, passou a regular tal modalidade de investimento.

Os condo-hotéis contam basicamente com duas estruturas: os condo-hotéis de unidades autônomas e os condo-hotéis de frações ideais. No primeiro, os investidores adquirem unidades individualizadas do empreendimento, com matrícula própria, enquanto no segundo modelo o investidor adquire uma fração ideal do imóvel.

Como se viu durante este trabalho, a legislação brasileira trata como valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM, entre outros, “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”²¹¹.

Baseado nessa definição e no entendimento da Suprema Corte Norte-Americana no caso *SEC v. W. J. Howey Company*, são os elementos que caracterizam um título como valor mobiliário: (i) investimento em dinheiro; (ii) empreendimento comum; (iii) expectativa de lucro; e (iv) unicamente de esforços de terceiros.

²¹¹ Lei nº 6.385/1976, art. 9º, inciso IX.

Como se viu, todos esses requisitos são preenchidos pelos condo-hotéis, concluindo-se, portanto, que as ofertas públicas desses contratos constituem ofertas públicas de contratos de investimento coletivo, ou seja, valores mobiliários sujeitos aos ditames da Lei nº 6.385/1976. Por serem assim considerados, não só as ofertas públicas de distribuição dos contratos que compõem os condo-hotéis devem ser registradas na CVM, como também a companhia emissora desses contratos deve requerer seu registro perante a autarquia.

Com base nesse entendimento, as ofertantes recorreram à CVM em busca da dispensa desses registros. A autarquia, após analisar e discutir os casos em questão, decidiu por conceder a dispensa dos registros desde que obedecidos alguns dos requisitos previstos no § 1º do artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003²¹², quais sejam: (i) interesse público; (ii) adequada informação; (iii) proteção ao investidor; (iv) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados; (v) o público destinatário da oferta; e (vi) a circunstância de ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Para que todos esses requisitos fossem preenchidos satisfatoriamente, a CVM optou por estabelecer algumas condições às ofertas dos condo-hotéis. Ou seja, a autarquia determinou que a dispensa da oferta dos contratos dos condo-hotéis deve ser condicionada a contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de (i) unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$1.000.000,00 de

²¹² 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.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - REVOGADO

II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

patrimônio ou invistam ao menos R\$300.000,00 na oferta; ou (ii) 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 de patrimônio ou invistam ao menos R\$1.000.000,00 na oferta.

Como uma forma de regulamentar esse entendimento, a CVM publicou, em 17 de março de 2015, a Deliberação nº 734, em que previu estas condicionantes à dispensa: (i) do registro da oferta pública dos condo-hotéis; (ii) do registro de emissor da oferta; (iii) da observância dos prazos estabelecidos nos artigos 17 e 18 da Instrução CVM nº 400/2003²¹³; e (iv) da contratação de intermediário para a realização da oferta.

Além disso, a referida Deliberação CVM determina que as dispensas acima citadas são também condicionadas ao cumprimento de outros requisitos, que consistem na divulgação de documentos atualizados com todas as informações do empreendimento, bem como declarações assinadas dos investidores alegando ter ciência das condições da oferta, dos documentos integrantes da oferta e declarando, ainda, que se encaixam nos requisitos estabelecidos pela autarquia.

Dessa forma, conclui-se que as ofertas dos contratos dos condo-hotéis tratam-se de ofertas de contratos de investimento coletivo e que, uma vez preenchidos os requisitos destacados na Deliberação CVM nº 734/2015, terão suas dispensas de registros concedidas pela CVM pelo fato dessa autarquia entender que os elementos do artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003 são satisfatoriamente preenchidos.

²¹³ Art. 17. O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto ou o Suplemento de que trata o art. 13 não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção.

Art. 18. A subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses, contado da data de divulgação do Anúncio de Início de Distribuição.

BIBLIOGRAFIA

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. *O Atual Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. vol. 142. Ano XLV. Abr./jun. 2006. p. 203-247.

ANDREZO, Andrea F; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. 384 p.

AVVAD, Pedro Elias; LIMA, Rafael Augusto de Mendonça. *Direito Imobiliário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. 524 p.

BOCATER, Maria Isabel do Prado; CAMACHO, Marília Gama Rodrigues. *Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir*. Rio de Janeiro, 1988. 139 p.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, 8ª edição: Renovar, 2003. 595 p.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. In: *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. Coord.: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 362-388.

CANTERAS, Diogo; Jacob, Caio Calfat (coord.) *Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados*. 55 p.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (Org.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. 572 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed. vol. 4. São Paulo: Saraiva, 2003. 542 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2002. 856 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979. 232 p.

CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação fiduciária, incorporação imobiliária e mercado de capitais – estudos e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. 577 p.

CHEDIAK, Julian. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord.: LOBO, Jorge. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 525-551.

CLÁPIS, Alexandre Laizo. *CVM analisa venda de cotas de hotéis*. Disponível em: <<http://alfonsin.com.br/cvm-analisa-venda-de-cotas-de-hotis/>> Acesso 16 mar. 2015.

Condotéis: terceira onda pode passar por nova regulamentação no Brasil. Disponível em: <http://www.revistahotelnews.com.br/2009/materia.php?id_materia=462>. Acesso em 24 maio 2015.

CORDINIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 724 p.

COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Noções Fundamentais de Direito Civil*. 6ª ed. Coimbra: Almedina, 2013. 191 p.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. 112 p.

DURÃO, Mariana. *CVM monitora boom de oferta de cotas hoteleiras no Rio*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-monitora-boom-de-oferta-de-cotas-hoteleiras-no-rio,180950e>> Acesso em 16 mar. 2015.

EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil. vol. 83. Ano XXX. Jul./set. 1991. p. 55-61.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 660 p.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 735 p.

EIZIRIK, Nelson. *A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários*. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (Org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 19-39.

EIZIRIK, Nelson. *Os Valores Mobiliários na Nova Lei das S/A*. Revista de Direito Mercantil. vol. 124. Ano XL. Out./dez. 2001. p. 72-79.

FERRARI, Carlos Eduardo Peres. *Condo-Hotel e a CVM*. Disponível em: <<http://adit.com.br/2014/04/condohotel-e-a-cvm/>> Acesso em 26 out. 2014.

GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 20ª ed. atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2010. 462 p.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 2.330 p.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. 914 p.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil. vol. 14. Ano XIII. 1974. p. 41-60.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Direito Comercial: Textos e Pretextos*. São Paulo: Bushatsky, 1976. 281 p.

LOSS, Louis. *Securities Regulation*, Second Edition. Little Brown and Company, Boston – Toronto, 1961. 2199 p.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro – Teoria geral dos contratos*. Vol. 5. São Paulo: Atlas, 2010. 488 p.

MARIANI, Irineu. *Contratos empresariais: atualizados pelo Código Civil 2002 e leis posteriores*. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2007. 420 p.

MARINO NETO, José Ernesto. *Condo-hotel hoje: responsabilidades, riscos e consequências*. Disponível em: <<http://www.revistahoteis.com.br/condo-hotel-hoje-responsabilidades-riscos-e-consequencias-artigo-de-jose-ernesto-marino-neto/>> Acesso 14 fev. 2015.

MASAGÃO, Roberto Penteado. *O Condomínio Edilício Aplicado aos Empreendimentos Hoteleiros: “Condohotel”*. São Paulo: Ícone, 2004. 111 p.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. vol. 59. Ano XXIV. Jul./set. 1985. p. 30-55.

I Mesa Redonda realizada em 18.02.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em:

<<http://www.google.com.br/url?q=http://www.bshinternational.com/sys/download/Mesa-Redonda---FGV---18-02-14---Condo-Hotel-e-legisla--o-de-mercado-de-capitais.pdf&sa=U&ei=2l5iVYfgKGwsATD64H4Cg&ved=0CCcQFjAB&usg=AFQjCNGuXoeSHcCbhHHMCIyxIvJJ3-EvCQ>>. Acesso em 24 maio 2015.

II Mesa Redonda da FGV, realizada em 08.05.2014: *Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais*. Disponível em: <<http://www.bshinternational.com/sys/download/II-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais---08.05.14---CVM.pdf>> Acesso em 31 de junho 2015.

Nova modalidade de investimento no Brasil deve passar pela CVM e inovar o mercado. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/imoveis/investimentos-imobiliarios/noticia/3626231/nova-modalidade-investimento-brasil-deve-passar-pela-cvm-inovar-mercado>> Acesso em 19 mar. 2015.

PACHECO, Aline; CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira de; MARQUES, Evy Cynthia; MILNITZKY, Mariana Ventura. *CVM: Limites de sua Competência*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II - Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier, 2014. p. 34.

PARKINSON, Carmen Sylvia; GAIVÃO, Pedro; MENEZES, Cristina Bogado; SUBTIL, António Raposo. *Fundos de Investimento Imobiliário – Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. 214 p.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. 320 p.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. 395 p.

PICCHI, Flavio Augusto. *A Sociedade em Conta de Participação e os Contratos de Investimento Coletivo: Paralelismo e Assimetria*. Revista de Direito Mercantil. vol. 134. Ano XLIII. Abr./jun. 2004. p. 193-205.

RAGAZZI, Ana Paula. *CVM alerta para ofertas irregulares em empreendimentos imobiliários*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3374174/cvm-alerta-para-ofertas-irregulares-em-empreendimentos-imobiliarios>> Acesso em 18 dez. 2014.

RATNER, David L. *Securities Regulation in a nutshell*. 6ª ed. St. Paul: West Publishing, 1998. 1152 p.

REIS, Gabriel Valente dos. *A CVM e o Alcance Internacional da Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 49-59.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Os Valores Mobiliários na Lei das S/A*. Revista de Direito Mercantil. vol. 107. Ano XXXVI. Jul./set. 1997. p. 123-128.

SZTAJN, Rachel. *Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil. vol. 93. Ano XXXIII. Jan./mar. 1994. p. 104-108.

TIPA JÚNIOR, Nestor. *Crescem os investimentos em condo-hotéis: fórmula surge como alternativa de renda para profissionais liberais*. Disponível em: <<http://jcrs.uol.com.br/site/noticia.php?codn=165067>> Acesso em 26 out. 2014.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela Judicial do Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil. vol. 80. Ano XXIX. Out./dez. 1990. p. 138-148.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo (“Boi Gordo” e Outros)*. Revista de Direito Mercantil. vol. 108. Ano XXXVI. Out./dez. 1997. p. 91-100.

WALD, Arnoldo. *Direito civil: direito das coisas*. Vol. 4. 12ª ed. reformulada. São Paulo: Saraiva, 2009. 365 p.

WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 223 p.

WALD, Arnoldo. *Do Regime Legal das Operações Realizadas no Mercado de Câmbio*. Revista de Direito Mercantil. vol. 93. Ano XXXIII. Jan./mar. 1994. p. 5-35.