

II Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais

Local: CVM, Centro, RJ

Data: 08.05.2014

Participantes:

- Jose Ernesto Marino Neto (FGV);
- Reginaldo Pereira (CVM);
- Paulo Ferreira (CVM);
- Antonio Ricardo (OAB-RJ);
- Maury Bernardes (ADEMI-RJ);
- Dalton Boechat Filho (ANBIMA);
- José Albuquerque (Brookfield, convidado FGV);

JEMN: Abrindo os trabalhos da “II Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais” permito-me fazer uma pequena introdução explicando o porquê que a FGV resolveu promover a primeira Mesa Redonda e por que que nós estamos agora desenvolvendo esse segundo encontro. A FGV mantém um Núcleo de Turismo que tomou uma dimensão já bastante expressiva no que diz respeito a atuação hoje no país com produção de estatísticas e no auxílio de uma serie de entidades governamentais. Após a publicação do alerta da CVM em dezembro do ano passado alguns professores verificaram que dois mundos estavam prestes a se chocar: um mundo que é a Indústria Imobiliária e o outro mundo que é a indústria de mercado de capitais, através da figura do seu xerife, a Comissão de Valores Mobiliários. Então consideramos que seria adequado promover uma interação entre esses dois mundos, pois a indústria imobiliária não reconhece a CVM como órgão regulador e a CVM detém pouco conhecimento sobre o mercado imobiliário. Estávamos à frente de uma situação nova que merecia uma ação imediata e que permitisse aos “atores” entenderem uns aos outros. A indústria de Condo-Hotéis tem 40 anos de história e regras próprias. A CVM deveria conhecer isso. A legislação de mercado de capitais exige da CVM atuar como regulador quando se trata de valores mobiliários e o mercado imobiliário deveria conhecer as preocupações e atitudes da CVM. Então tomou-se atitude pró-ativa para que houvesse interação bastante positiva, de uma forma bastante suave, e nós escolhemos o caminho de gerar a primeira mesa redonda para discutir a definição de valor mobiliário no direito brasileiro, uma vez que houve alteração pela lei 10.303 no final de 2001, incluindo-se no direito brasileiro o conceito de “security”, e porque a Indústria Imobiliária não havia reconhecido essa mudança na legislação. A indústria imobiliária aqui mencionada é a que produz os condo-hotéis. O que se chamou de “Onda dos Flats”, “Onda dos Apart-hotéis”, se encerrou em meados de 2001. E essa modificação da legislação de mercado de capitais é logo posterior ao encerramento desse ciclo e esse ciclo produziu muito mais

quartos do que o mercado necessitava, e então vários mercados ficaram super ofertados, os investidores ficaram bastante chateados, muitos perderam bastante dinheiro, tinha chamadas de capital para poder pagar as despesas operacionais, despesas de condomínios desses empreendimentos, e então a Indústria Imobiliária parou de produzir este tipo de empreendimento. Com o crescimento da economia ao longo dos últimos 10 anos a demanda por novos quartos acabou crescendo e acabou superando a oferta que estava então instalada. Pela ausência de financiamento para esse tipo de atividade a Indústria Imobiliária novamente se fez presente, como se faz presente há quarenta anos produzindo acomodações hoteleiras, meios de hospedagem. Ela se fez presente gerando o que se chama agora de condo-hotel, porém sem reparar nessa mudança legislativa, de forma que a CVM por sua responsabilidade de fiscalizar o mercado, verificou que as práticas estavam em desacordo com a nova legislação. Então consideramos que o mais adequado, uma vez publicado o alerta pela CVM, era juntar esses universos para discutir esses conceitos e a partir daí, também permitir a CVM, conhecer este lado da Indústria Imobiliária. Por que essa indústria de flats, apart-hotéis e condo-hotéis, já tem mais de 40 anos, já produziu mais de R\$ 50 bilhões em ativos, e tem, seguramente, mais de uma centena de milhares de investidores dentro desse mercado e com regras que foram criadas ao longo desse 40 anos. Então esse foi o objetivo da primeira mesa redonda...

O objetivo então desta II Mesa Redonda, uma vez que esses dois mundos já se conhecem um pouco, é o de encontrar uma forma de convivência pacífica que não venha a trazer ônus demasiados para os produtores dos condo-hotéis. Ônus no sentido financeiro, porque sabemos o quão custoso é, por exemplo, o processo de abertura de capital de uma empresa. Se nós onerassemos o lançamento de um condo-hotel de 80 apartamentos no interior do país com o processo da Instrução 400, talvez a viabilidade do projeto ficasse comprometida. Então, encontrar uma maneira, que permitisse a legislação ser obedecida, que permitisse à CVM exercer a sua função legal, a sua responsabilidade, afinal de contas, é um dever legal, não é nem uma questão de vontade apenas... É impositiva. A lei impõe à CVM um determinado comportamento... E a pauta então desta reunião é exatamente discutir formas de dispensa de emissor, de emissão e de intermediário financeiro. O interessante é que dias antes... Agora recentemente, um dos casos que está sob judice na CVM foi levado à apreciação do colegiado que votou pela dispensa de emissão. É público, está no web site da CVM.

PF: Com determinados requisitos...

JEMN: Com determinados requisitos. Então acho que esta Mesa Redonda vai ser bastante rica porque não estaremos tratando apenas de conceitos teóricos, mas também de coisas práticas.

Chegada de José Albuquerque

JEMN: Feita a Introdução, como já é 15h55, minha sugestão é de que dessemos início ao bate papo. Com isso passo a palavra ao nosso anfitrião, Reginaldo Pereira, da CVM.

RP: Para nós é um prazer colaborar com esse trabalho da FGV. Essa questão dos condo-hotéis, do conflito que há do desconhecimento de alguma norma, ou outra, e sem dúvida houve uma grande evolução, quando da divulgação principalmente daquela primeira Mesa Redonda, nós tivemos a informação que mais de...

JEMN: Mais de 400 downloads foram feitos da transcrição da I Mesa Redonda.

RP: Na verdade foi ali uma transcrição de uma conversa... Um bate papo... Técnica em que nós da CVM, eu e o Paulo Ferreira fizemos ali uma apresentação de como que a CVM vê as coisas. Fizemos ali um esclarecimento sobre a questão do contrato de investimento coletivo. O inciso IX do art. 2º da lei 6385, que foi introduzido pela lei nº 10.303, o alcance dessa lei, ela vinha exatamente para cobrir tudo aquilo que não está especificado na 6.404, como está de maneira clara, ações, bônus de subscrição e outros títulos, aqueles outros instrumentos, independente da denominação que visam de alguma forma alcançar a poupança pública. Não está se falando de ilegalidade, ao passar de forma legítima... Tanto faz se é ação ou contrato coletivo, mas alcançar ali o estado brasileiro representado pela CVM, verificar em que condições esse investidor está sendo alcançado e se ele está tendo ou não acesso às informações do imóvel devidas para uma tomada decisão refletida e consciente. Esse é o principio geral que rege as ofertas públicas de qualquer valor mobiliário. A CVM não faz juízo de valor. Não emite juízo de valor. Nenhuma CVM no mundo faz isso. No passado, duas ou três, mas creio que não se faz mais isso. Mas ela tem o cuidado que o investidor saiba no que está investindo, dos riscos do investimento, e que justamente o material publicitário, aquelas linhas de contratos, que muitas vezes o consumidor não lê, ele não acompanha, ele confia cegamente muitas vezes no seu corretor, seja o corretor de valores mobiliários, seja o corretor de imóveis normal. No caso, o que estamos tratando aqui, é da rede hoteleira. Muitas vezes só é divulgado o lado potencialmente bom do negócio, sem que seja disponibilizado, para o investidor, os riscos. Não necessariamente o lado ruim, mas os riscos, e até repetindo uma fala da primeira Mesa Redonda que eu acho muito interessante, nós aprendemos com o mercado norte-americano, porque essa disponibilidade de informações, muitas vezes numa gama de documentos e informações, aparentemente grande que mais talvez atrapalhe o investidor do que ajude, ela tem muito a proteger a emissora desses títulos na captação de recursos.

JEMN: Que no caso do condo-hotel seria o incorporador imobiliário.

RP: É... Entendemos até que é o conjunto. O incorporador, junto com a administradora hoteleira. Talvez o Paulo vá falar mais lá na frente pelo fato que depois que o empreendimento está pronto, é ela que vai remunerar no caso aqui específico. O Paulo vai falar mais na frente do Arpoador Hotel; está lá no nosso memorando. É 90% da receita líquida, uma parte da receita bruta vai para o administrador hoteleiro. Da líquida 90% vai para os investidores. isso é um caso concreto, mas a regra geral é que o investidor tenha esse acesso e possa avaliar então os riscos. Eu estava contando então que no caso os Estados Unidos, tem a utilização do prospecto, que é a peça informacional, ele visa exatamente isso, ele dá também uma proteção muito grande à emissora. Porque ela, numa eventual acusação de que ela não informou, enfim, ou aquele determinado valor mobiliário, que não é renda fixa, é algo que pode variar de preço, em função quase sempre se utiliza o futuro, as expectativas. Sempre falamos que o preço de hoje reflete as expectativas futuras.

A grande maioria dos valores mobiliários trabalha assim. Eles usam as expectativas futuras, quem vislumbra cedo alguma mudança... 2, 3, 4 anos depois ele já começa a se posicionar, porque depois, quando todo mundo já sabe que o negócio é bom, eles começam a vender e então se desfazer do papel. Então esse prospecto tem esse lado bom. Ele disponibiliza todas as informações inclusive quando as

coisas ruins acontecem a companhia emissora informa ali. Claro que não se deseja tal risco, mas se concretizasse, mas veio a se concretizar e a informação foi dada. Então não vai se condenar a emissora que disponibilizou a informação. A pior coisa é a omissão de informação ou informação falsa ou tendenciosa. O Facebook enfrentou um pouco disso com seu IPO nos Estados Unidos, por isso que até hoje tem algumas ações contra o Mark Zuckerberg, por causa de algumas informações que talvez não tenham sido adequadas pelo entendimento da SEC, que a CVM dos Estados Unidos.

JEMN: Reginaldo e Paulo, queria fazer uma sugestão para vocês, que é a seguinte: na I Mesa Redonda basicamente discutimos o que é o valor mobiliário, qual a responsabilidade de cada um e acredito que daquela data até hoje, muitos profissionais, muitos Interessados e muitos profissionais do Direito, representando interessados, devem ter conversado com vocês e devem ter trazido argumentos. Nós ouvimos vários do lado de cá, como por exemplo o Condo-Hotel não deve se submeter à CVM por se subordinar à Lei 4.591 que rege a incorporação imobiliária. Também de que o resultado não depende exclusivamente de terceiros, como é um dos pré-requisitos da definição de valor mobiliário, porque os proprietários dos condo-hotéis fazem parte de um conselho e ajudam tomar decisões em orçamentos e tudo mais. Acredito que seria enriquecedor para o documento. Para quem vai ler o documento posteriormente, ter acesso à essas informações, seriam interessante vocês poderem dizer quais os argumentos que se levantaram, e quais foram as justificativas por parte da CVM, no que diz respeito a esses argumentos, para a manutenção daquele conceito pré-estabelecido, daquela interpretação pré-estabelecida discutida na I Mesa Redonda.

PF: Nós recebemos muitas pessoas. Como vinhamos intimando os incorporadores imobiliários e os ofertantes de maneira geral, quando tomamos conhecimento da oferta pedimos uma manifestação sobre o assunto, sobre a questão. Temos recebido ponderações de uma variada gama de profissionais sobre se a definição de valor mobiliário da lei abrange ou não a oferta do condo-hotel. Duas são as mais frequentes. Acho que vale apenas comentar essas duas porque elas são as mais salientes, vamos dizer assim.. O dispositivo é muito abrangente. E é abrangente propositadamente. Então não foi um acidente essa grande abrangência, ele acaba fazendo com que realmente ele tenha um poder normativo, uma força normativa de raiz. Porque havia a intenção de que ele fosse abrangente. Por quê? Porque ele visava fazer frente a movimentos de ofertas de investimentos que ocorreram na época que geraram uma grande perda, um grande trauma no público investidor brasileiro. E a idéia, eu lembro das discussões da época, era trazer para o regramento um dispositivo que desse poderes à CVM, de entrar nesse tipo de negócio, regulando e supervisionando. Quer dizer, há uma preocupação de investimento dirigida ao público em geral? “Esse assunto é da CVM”. Era essa a intenção. Qual era o momento? Era o momento de oferta do Boi Gordo, da Galos, do porco Gordo....

RP: Você não tinha um regulamento específico. Então o Estado Brasileiro, que o Paulo mencionou, tem essa preocupação de como proteger o público investidor de algo já não está definido em lei e que não tem um supervisor já com as suas atribuições. Por exemplo o Banco Central não alcança o boi gordo. Então tinha que fazer trabalho de banco. A SUSEP não alcançaria. O que mais se aproximava era a Comissão de Valores Mobiliários.

PF: Pois é... Aí tem esse inciso 9, e tem também um inciso 8, que foi colocado ali na mesma época, que diz que são valores mobiliários outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes. Quer dizer, é uma coisa extremamente aberta.

JEMN: Agora, o inciso nove é basicamente uma repetição do conceito de “security” norte americano.

PF: Que é um conceito muito mais antigo, que remonta os anos 50, e que foi originado de um negócio muito parecido. Eram basicamente dois contratos que eram oferecidos para o público em geral. Era a compra e venda de imóvel aliado a um contrato de prestação de serviço: o uso daquela terra para se plantar e comercializar o produto. Aqui, o Condo-Hotel, é uma compra e venda de Imóvel, um prédio, que vai ser utilizado para uma atividade econômica, e vai ser pago com a participação no resultado dessa atividade econômica. Na essência é a mesma coisa, só que você tira a plantação e coloca o hotel. A compra e venda de imóvel tá aí. Então acho que até essa explicação dos elementos que compõem o conceito, já responde a questão da Lei 4.591. Quer dizer, a lei da CVM não vem afastando a Lei 4.591, pelo contrario, ela vai atuar na relação dos ofertantes com os investidores. Nessa relação de contrato de investimento. Não é propriamente na relação isolada de compra e venda de um imóvel, é na relação como um todo ao que couber a CVM no caso atuar. Nunca afastando a vigência da 4.591, a aplicabilidade ao caso do código civil, das normas de condomínio.

JEMN: Se fossemos tentar traduzir isso pra uma linguagem leiga, já que teremos muitos leitores da transcrição dessa Mesa Redonda, poderíamos dizer o seguinte: a definição de valor mobiliário pressupõe a existência de quatro elementos. Não é isso? É a oferta pública...

PF: É, oferta pública...

JEMN: Investimento coletivo...

PF: Contrato de investimento coletivo...

JEMN: Três: Investimento em dinheiro com o objetivo de lucro... E, quarto, que dependa do esforço do empreendedor e de terceiros. Não é isso?

PF: Sim.

JEMN: Então significa dizer, se o empreendimento organizado pela 4591, pelo código civil... isso é irrelevante, por que a definição do valor mobiliário, ela não está afeita a como o empreendimento é formatado. Certo?

PF: Perfeito! Muito bom!

RP: Eu faria até aqui um parênteses: Como cabe à CVM regulamentar, dados os poderes que foi conferido pela Lei 6.385, a Instrução 400, as ofertas públicas, o artigo 15, 19, por exemplo, a CVM, baixou em 2003, a instrução CVM 400, que é a que eu estou aqui em mãos, que é a instrução mãe das ofertas públicas, se é que podemos dizer assim. Existem varias descrições específicas para vários produtos, mas a Instrução 400 é a Instrução mãe para diversos produtos, e é com base nessa instrução

400 por exemplo, que o Paulo mais na frente vai falar de um caso concreto que nós tivemos, e que o José Ernesto já citou, e que é público e está no nosso website, inteiro teor do memorando, bem como a ata do colegiado. Mas dentro desse mandato dado à CVM de regular as ofertas, inclusive eu vou tomar aqui a liberdade de ler o artigo terceiro dessa instrução 400...

JEMN: Por favor.

RP: O artigo segundo dessa instrução diz o seguinte: “Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários” (Se agente já caracterizou isso como valor mobiliário, ela já vai aqui) teria que ter um enfrentamento para dizer que esse tipo de contrato não é valor mobiliário, se ele é definido, como tem sido até então inclusive com pareceres da procuradoria federal especializada da Advocacia Geral da União, muitas vezes mais contundente do que a nossa posição. Então, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, dos mercados primário e secundário, do território brasileiro dirigido a pessoas naturais, pessoas jurídicas, enfim, fundos constituídos no Brasil, deverá ser submetido previamente a um registro na CVM, nos termos desta instrução.” Esse é o artigo segundo da instrução da CVM. E o artigo terceiro define o que são atos de distribuição pública, e aí ele copia algo da lei, e faz um detalhamento maior da experiência que a CVM tem ao longo do trato com as ofertas públicas. Então quer dizer...

PF: Só completando, Reginaldo. Este artigo serve para explicar o que é uma oferta pública, quer dizer, o que caracteriza uma oferta pública. O primeiro elemento da definição legal sobre o que seria valor mobiliário, quer dizer, o que é oferta pública.

RP: São atos de distribuição pública. A venda, promessa de venda, oferta a venda ou subscrição, assim como aceitação de pedido de venda, ou substituição de valores mobiliários de que conste qualquer um dos seguintes elementos: utilização de listas ou boletins de venda, folhetos, prospectos, anúncios que destinado ao público por qualquer meio ou forma. Então é irrelevante se é internet, jornal, e-mail...

JEMN: Ou seja, se o corretor imobiliário utiliza e-mail marketing, se faz anúncio no jornal ou na televisão é irrelevante?

RP: Uma vez caracterizado que aquele contrato era de investimento. Se for a venda do imóvel puro e simples, não. A procura no todo em parte de subscritores, indeterminados, isso é uma outra coisa também muito interessante. A procura no todo em parte dos subscritores, de clientes indeterminados, para valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações, padronizadas, endereçadas e individualmente identificadas, por meio de entrega-los aos representantes, agentes, ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrante ou não do sistema de distribuição. Isso foi um ponto interessante que a CVM também fez questão de colocar na instrução, para que alguém não alegasse que por não ter um intermediário financeiro, tal oferta, não era uma oferta pública. É irrelevante se é um corretor de imóveis, um trabalhador como era da boi gordo, que não era nem corretor de imóveis, nem de valores mobiliários, mas que foi com a instrução 296 autorizado a vender também. A CVM nem por isso descaracterizou como oferta pública...

PF: Só fazendo mais um parêntese, Reginaldo. Essa redação de 2003, a regra do boi gordo de investimento coletivo, é de 98. Já em 98 a CVM vislumbrava uma oferta pública sem a participação de um intermediário financeiro.

JEMN: Já era possível a possibilidade de um intermediário que não fosse financeiro!

PF: Você vê que existe aí uma previsão, quer dizer...

RP: que dispensa as possibilidades...

JEMN: Que é o artigo seguinte da Instrução 400...

RP: É o quarto que dá para pedir dispensa... O quinto é aquela automática que talvez não se enquadre... Se é uma distribuição de valor que ainda com suas conformidades contra sua instrução. A consulta sobre a viabilidade da oferta, a coleta da intenção de investimentos junto aos subscritores... A negociação feita em lojas, escritórios ou estabelecimento aberto ao público destinada no todo em parte a subscritores por adquirentes indeterminados. A utilização de publicidade oral, ou escrita; cartas, anúncios, avisos, especialmente através dos meios de comunicação de massa ou eletrônicos, páginas, ou documentos na rede mundial, ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico entendemos como tal, qualquer forma de comunicação dirigida ao público 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. Isso grande parte do que eu falei, já está na própria lei. A CVM veio aperfeiçoando. E aí ela vai aos poucos dando as definições das expressões. Então falamos sempre que vocês observaram que há um público indeterminado, um público em geral. Então a CVM, no paragrafo primeiro desse artigo, ela diz o seguinte: "Para efeito dessa instrução, considera-se como público em geral, uma classe, categoria, grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados, aqueles que têm prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista estreita e habitual com a emissora. Aqui eu faço um parêntese, porque recebemos muitas vezes consultas de algumas empresas sobre determinada oferta que ela quer fazer para os seus empregados, exclusivamente, por exemplo. Isso se aplica na 400. E nem sempre é fácil. Consultamos em alguns casos a nossa procuradoria e a formatação que ali foi nos apresentada, não nos deu elementos suficientes para dizer que descaracterizaria uma oferta pública, então até essa situação de ter todos os elementos de relação creditícia, societária, trabalhista, de uma forma habitual, ou seja, você deixa de apontar vamos dizer assim "um canhão" para todo mundo, só que o meu relacionamento vai ser só para esse grupo aqui. Tá na linha de descaracterizar um pouco a oferta pública. O que é muito difícil...

JEMN: Claro! Sabe que eu vi um caso na Bahia, de um empreendimento que sei se já inaugurou ou está por inaugurar. A construtora lançou o condo hotel e ofereceu aos seus funcionários a possibilidade de pagar pela aquisição daqueles empreendimentos com opções de ações que eles tinham da empresa e majoritariamente o empreendimento foi vendido para os empregados que pagaram com as opções que tinham. Então, é uma exceção da exceção da exceção. Isso não é regra geral, mais isso realmente aconteceu.

RP: No artigo quarto, conforme o José Ernesto estava falando, nós temos as hipóteses de dispensas de alguns requisitos, inclusive de intermediação, de registro da oferta, de emissor, esse tipo de coisa. Mas o que é interessante é que três elementos tem que estar presentes para que a CVM possa avaliar as dispensas. Um: interesse público. Entendemos que no Rio de Janeiro, vocês vão ver algum caso que parece bem relevante, há um evento em 2016, que são as Olimpíadas, e há contratos das incorporadoras com a Prefeitura do Rio, com uma data limite, um “deadline”, para a entrega. Então nós vamos pegar esse público e dar mais um incentivo que o Poder Público Municipal deseja com adequada informação e proteção ao investidor. Então a CVM vai levar isso em consideração nas suas dispensas. Se há um interesse público envolvido, se há adequada informação, se há proteção do investidor que eu diria que é quase que uma coisa só. Você usar a adequada informação, que é a tomada de decisão de investir, é consciente com base em informações cuja quantidade, cuja qualidade e veracidade estão presentes. A quantidade não precisa ser necessariamente muito pouca, mas aquela que possa tomar a decisão. A qualidade dessa informação que falha. Às vezes a pessoa lê uma página inteira e não diz nada e não tem qualidade nenhuma ali, não há informação que visa a proteção do investidor. Basicamente é isso.

PF: Só complementando, Reginaldo... Que essas regras todas da 400 basicamente atendem um mandato legal, do artigo 19 da Lei 6.385, que diz lá o que, de uma forma um pouco mais geral que a CVM disse nesse artigo que o Reginaldo acabou de ler, inclusive dando autorização para a CVM regular os casos em que o registro da oferta de valor mobiliário possa ser dispensado. Quer dizer, a CVM basicamente atua em cima desse comando legal. Voltando a aquela tua questão, Ernesto. Então essa questão da 4.591 é a questão também que já nos foi colocada, o fato de que determinados empreendimentos, ou negócios com essa forma de condo-hotel não dependeriam de terceiro, tendo em vista que os investidores participariam de conselhos e reuniões de condomínio, teriam a defesa jurídica da posse, coisas desse tipo. Bom, eu imagino o esforço que deva ter sido para o advogado para chegar numa argumentação dessa, não é? O Sacrifício hercúleo que ele deve ter tido, porque salta aos olhos de uma forma muito clara, pelo menos para nós, que o dispositivo não está desatendido, ao contrário, o dispositivo diz aqui que o contrato tem que gerar um direito de participação, parceria ou remuneração inclusive oriundos de prestação de serviço ,cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros. Aí eu pergunto para vocês: O fato do investidor ter uma participação em reuniões de condomínio, ou ter a defesa jurídica da posse, afasta esse esforço? Quer dizer, ele substitui o esforço do empreendedor, ou do terceiro na geração de receita de resultado desse negócio?

JEMN: Aí eu convido aqui o Dr. Maury e o Dr. Antonio Ricardo para poderem opinar a respeito desse assunto.

AR: Bom dia! Sou do grupo de segurança jurídica no mercado imobiliário da OAB. Do ponto de vista institucional, José Ernesto, Paulo, a posição da OAB com relação a esse assunto, que até foi identificado o nosso radar de acompanhamento esse grupo que existe junto com a ADEMI que o Tribunal de Justiça e a Corregedoria, desde 2012, não passa diretamente por discutir se é enquadrado, ou se não é enquadrado. Hoje vocês sabem que eu, na física, tenho empreendimentos hoteleiros, e tem uma discussão de enquadramento ou não enquadramento, mas aqui eu estou como representante da OAB. A nossa preocupação sempre foi de ajudar a estimular o debate sobre esse assunto (Segurança Jurídica) e

principalmente a convivência harmônica de legislações. Por exemplo, eu tenho a 4.591, que é a lei visionária do professor Caio Mário, com altíssima qualidade de segurança. Por exemplo, em via de informar transparência, controle para os compradores, de retirar o incorporador, a qual se somou depois um pouco a mais, conflituosamente no início, mas hoje, harmonicamente com a defesa do consumidor. Que são duas legislações que devem se complementar, e agora quando nós vimos no ano passado essa questão dos hotéis, das formas de alienação, de SCPs e SPEs e umas outras formatações jurídicas, que vinham acontecendo, imaginamos, olha: Até começamos a discutir isso institucionalmente, até que veio a movimentação da CVM em agosto, através de um caso que todos vocês conhecem, depois com aquele aviso ao mercado enquanto nós já discutíamos essa situação de trazer a bordo para a terceira legislação, que é a legislação que na visão da CVM, se aplica a esse assunto, que é a legislação de valor mobiliário, que como disse o Reginaldo, como José Ernesto também disse, elas necessariamente não se excluem, elas podem se complementar, desde que as instituições que a fiscalizam e a aplicam façam exatamente como vocês estão fazendo aqui; conversem, dialoguem, o famoso diálogo das fontes. Dialoguem democraticamente para construir um ambiente sadio que ao mesmo tempo garanta que todos tirem do negócio aquilo que esperam, todas as pontas, e garantem que o negócio continue existindo. E aí eu tenho a minha posição pessoal a respeito desse enquadramento, mas acho que já fazendo salto por conta desse entendimento manifestado no dia 30, que do ponto de vista nosso da OAB enquanto preocupados com a segurança jurídica, sem que isso signifique o engessamento, ou seja, a resolução, instrução normativa do segundo colegiado que tratou do primeiro empreendimento hoteleiro com dispensa de registro, para nós atende 90% dos que seriam as nossas preocupações, que até são preocupações que diria assim, que teríamos sido pioneiros em discutir isso, como: publicidade controlada, qualificação do corretor de imóveis, treinamento da equipe de vendas, estudos de viabilidade e outras coisas mais necessárias para que as partes saibam onde estão entrando. Então ela atende 90% disso que faz. Não cabe aqui na posição da OAB, discutir o enquadramento jurídico disso. Cabe a nossa preocupação de que se aperfeiçoe essa decisão do dia 30, para que ela sirva como modelo ou como um paradigma, sem que (e essa é a nossa segunda preocupação) crie caminhos exclusivamente únicos, ou seja, só se fizer assim, assim e assim para que eu possa ter o mínimo de flexibilidade no mercado, quer dizer, aliar flexibilidade a segurança jurídica. Acho que o conselho de administração, o conselho de condôminos, o comitê de investimentos, qualquer um que seja a figura, assembleia condominial, que é soberana pelo código civil, pode ser fortificada para ganhar mais musculatura, mas mais do que musculatura, capacidade de intervir. É importante que nós tenhamos um botão de on/off para falar assim, olha: Eu de fato tenho a força. Então, a OAB viu... Nós temos hoje até, uma reunião para tratar disso internamente. Vimos com bons olhos a resolução, a decisão do dia 30, e achamos e acreditamos que vocês achem também, porque cada produto traz uma particularidade, que ainda evoluirá, mas já deu um salto triplo e especialmente acalmando um pouco o coração do mercado, porque a segurança jurídica depende também de ter um mercado, porque se não tiver os players não vai ter segurança jurídica porque não tem mercado. Acalmando um pouco o coração do mercado, agora é a questão de discutir, essa é a visão minha, da OAB, enquanto segurança jurídica e onde, a comissão de consumidor, também tem uma visão, e aí tem a ADEMI que sempre foi capitã, sempre foi pioneira nessa discussão do Maury.

RP: José Ernesto, se você permitir...

JEMN: Por favor.

RP: Eu não vou... Tem a pergunta do Paulo, mas eu gostaria que qualquer um dos senhores na hora em que fossem falar; quem se sentir mais a vontade quanto a isso, para tocar mais uma vez... Eu acho que haverá sim, uma diferença da primeira mesa para essa, sobre a questão do fundo de investimentos imobiliários, por que não? Eu acho que há uma evolução do “por que não?” ou “por que sim?” ou é viável também no primeiro momento houve aquela alegação de que o fundo do investimento imobiliário é um produto mais financeiro do que imobiliário em si, enfim, dentro do fundo tem um produto imobiliário, mas a venda é feita por corretores de valores mobiliários em banco, e o comprador do produto, cota ou unidade autônoma, não é o mesmo comprador. Isso foi na primeira reunião, quer dizer, eu acho que há um espaço para essa fala... Ricardo ou qualquer colega se há alguma mudança nessa visão e não precisa ser necessariamente agora, eu queria só deixar aberto para até o final alguém comentar sobre isso porque é um produto já existente na CVM.

JEMN: A nossa percepção... e até por frequentar esse mercado já há bom tempo, minha empresa faz 25 anos esse ano, então, dos 40 anos que tem esse mercado participamos ativamente dos últimos 25 anos, e o que observamos é que a indústria imobiliária, e se por acaso o Albuquerque que está aqui e conhece bem, quiser fazer algum comentário, pela participação ativa que ele tem como incorporador, mas que a indústria imobiliária, ela tem determinada forma de atuação e os seus contornos, não necessariamente a afasta do mercado de capitais, daquilo que poderia ser um fundo imobiliário. Mas visualizamos, vislumbramos o fundo de investimento imobiliário como uma das alternativas que poderiam vir a ser utilizadas. Nós, por exemplo, participamos, e aí falo como profissional de mercado, chegamos a estruturar um empreendimento que não chega a ser um valor mobiliário porque não teve uma oferta pública, ainda que seja um condo hotel. Mas nesse empreendimento especificamente criamos uma estrutura de governança na qual somos (Asset managers) os sócios ostensivos de uma sociedade em conta de participação, de que os investidores, os compradores das unidades são os sócios participantes dessa sociedade. Nós recebemos dos sócios ocultos a posse e o direito de uso do imóvel por completo, das unidades autônomas de todas as áreas comuns, e então, na posse do hotel inteiro nós o locamos para uma companhia hoteleira. Nesse cenário o que acontece: a remuneração do asset manager e o custo dessa SCP é fração do que é o custo de um fundo de investimento imobiliário, mesmo pagando imposto. O custo de gestão e de manutenção da SCP é muito inferior ao custo de gestão e de manutenção do fundo do investimento imobiliário. Portanto, levamos ao investidor final um resultado maior do que ele teria se por acaso ele estivesse participando de um fundo de investimento imobiliário. O que eu quero dizer com isso é que, o fundo de investimento imobiliário é uma alternativa, mas há outras alternativas e o mercado tem sido construído em cima de sociedades em conta de participação. O caso especificamente que foi noticiado aqui, que foi deliberado no dia 30, não foi nem uma sociedade em conta de participação, nem um fundo, foi de uma SPE. Quer dizer, foi uma terceira via. Ou seja, há várias vertentes e o que me parece que seria adequado encaminharmos a discussão, até tendo em vista essa deliberação do colegiado recente, é quais os elementos que seriam necessários para que se pudesse pedir a dispensa de registro de oferta pública, de forma que eventualmente a CVM viesse endereçar, talvez não agora, mas daqui a pouco, numa instrução, numa deliberação, enfim num ato oficial dela instruindo, dizendo o seguinte: Você incorporador/empreendedor, você companhia hoteleira

que for participar de um condo-hotel, a regra clara é esta, para que se tenha a dispensa de registro de oferta pública, mas ao mesmo tempo a legislação está sobre o seu telhado. Quer dizer, se por acaso você agir de forma desastrada e o investidor vier bater aqui na nossa porta, nós vamos atrás de você por que a lei ela tem determinados contornos. Me parece que que esse seria um raciocínio bom para hoje.

RP: Perfeito...

AR: Complementando isso que o José Ernesto falou, essa é a mesma visão que nós lá da OAB compartilhamos. Um regramento que estabeleça condições, mas que na ponta final permita ao empreendedor escolher com igualdade de armas, ou seja, com igualdade de condições, e regras de formatação jurídica, e disponibilidade da informação, se eu quero fazer uma SCP, se eu quero fazer uma SPE, se eu quero abrir um fundo imobiliário...

JEMN: Exato!

AR: Para que o comprador possa escolher. Eu quero o menor custo da SCP, eu quero o maior custo do fundo imobiliário, mas sabemos que não há almoço grátis. Maior lucro é maior risco, isso é prático! É do mercado. Poucas operações subvertem essa regra de economia, mas é o que eu estou falando pra você: “Eu quero pagar a mais, mas eu quero um fundo imobiliário”. Por que eu gasto mais, mais eu tenho “um maior controle disso ou daquilo” ou eu quero ter uma SPE, ou eu quero ser sócio participante de uma SCP, porque aí eu não apareço. Para que todos possam fazer os seus negócios pela qualidade do seu produto e não por ser um veículo jurídico único. Por isso que essa é a nossa preocupação. Mas vamos esquecer isso agora e vamos levar à legislação essa discussão, até um ponto em que eu possa ter três, quatro ou cinco pontes, todas elas navegando na segurança jurídica, para chegar lá no final e o consumidor poder escolher. Olha: “esse aqui é assim, esse aqui é assim e esse aqui é assim”. Todos eles seguem 90% de uma padronização e eu tomo a decisão final. Como você falou da SCP, e do caso da SPE. Você falou do fundo imobiliário. A ideia é que não pode ser mais difícil criar um fundo imobiliário para um empreendimento hoteleiro, destinado a investidores imobiliários pulverizados, do que criar uma SCP. Essa é a nossa preocupação. Nenhuma das três soluções finais pode ser mais difícil. Ou seja, para um eu preciso cumprir A, B ou C, para outro eu preciso cumprir A, B, C, D, E, F, G, H, I. Para não criar algo que conduza todo mundo para uma padronização.

JEMN: Dr Maury, algum comentário?

MB: O nosso trabalho na ADEMI é bem parecido com esse da OAB, até porque é parceiro junto com o Tribunal de Justiça aqui no Rio de Janeiro, e tem sido justamente identificar essa questão das melhores práticas, em benefício tanto do fornecedor, quanto do consumidor, e justamente isso que o Antônio Ricardo está colocando aqui, que nós vimos discutindo juntos no sentido de estabelecer os critérios que nos permitam ter o comportamento esperado de transparência, levar segurança ao investidor e de uma forma que garanta a sustentabilidade do produto. Porque tempo também, em todo lugar, tempo é dinheiro e no nosso caso o tempo é um algoz. Você entra com um processo, com um produto, até ter essa aprovação. Se você depender de um procedimento de registro ou qualquer outro procedimento, que te impeça de colocar um produto no mercado dentro do tempo do ciclo que se espera dele, até por questão de oportunidade de negócio, como agora é essa questão dos hotéis, para atender a

necessidade desses eventos, não estamos caminhado com a segurança também que espera que o investimento possa ter o êxito que se propõem.

JEMN: Para poder colaborar com o que o Dr. Maury comentou e sem dar nomes, mas comentando um caso no qual nós estamos envolvidos. No ano passado nós havíamos estruturado um projeto de um hotel. Havíamos contratado uma companhia hoteleira com um contrato de arrendamento com valor fixo e nós conseguimos então estruturar uma operação no qual um eventual fundo imobiliário fosse criado para adquirir um empreendimento ainda não construído. Substituindo a instituição financeira financiadora da construção civil o fundo estaria entrando desde o início com o capital, de forma que nós ofereceríamos, não apenas durante os anos iniciais do hotel, uma renda garantida, mas também durante a própria construção, já que o fundo estaria substituindo o banco. Nós montamos essa equação, e aí começamos a trabalhar no ano passado a criação do fundo imobiliário, para poder tornar esse projeto estruturado uma realidade. E aí veio uma gestora, uma empresa do sistema financeiro nacional, autorizada a gerir fundos e tudo mais e começou a trabalhar conosco. Bom, desde o momento em que eles entraram até a semana passada, quando o deal foi desfeito no sentido de criação do fundo imobiliário, o que que aconteceu? Para falar do ciclo que o Dr. Maury comentou. Os juros subiram. Nós iniciamos com Selic à 7.25% ao ano. Hoje a Selic está em 11%. O que aconteceu? A trava do aluguel fixo hoje passou a ser desinteressante e aí os agentes do mercado financeiro se desinteressaram pelo produto, pelo fato de ele não caber mais dentro do bolso daqueles investidores. Então, tentando pegar um pouco do que o Antônio Ricardo falou e que o Maury falou, a necessidade de regulação e segurança jurídica é importantíssima, agora se uma determinada alternativa se torna tão burocrática a ponto de que o ciclo, que o Maury comentou, venha a ser perdido, isso pode ser um entrave ao desenvolvimento econômico da indústria e do próprio país, de forma que mais uma vez parece endereçar uma forma de dispensa de registro de forma clara, pode ajudar a que a indústria não perca o seu vigor e não perca a velocidade com a qual ela vem evoluindo.

MB: Interfere na sustentabilidade do negócio.

AR: Ou até o próprio registro...

JEMN: Exatamente! Então é... Enfim, veja. Nesse caso específico em que o fundo imobiliário não foi levado a diante, (não é nenhuma crítica à CVM) ele não foi nem entrado aqui. Foi o processo de estruturação do fundo, ele toma um determinado tempo já que por um acaso nós tivemos um tempo em que a taxa de juro ficou em 7.25% durante um bom período, mais ela subiu rapidamente de 7.25% para 11% num período relativamente curto, comparado com os períodos anteriores... Então só para utilizar um exemplo para comentar a respeito da perda de ciclo.

AR: A taxa foi de elevador!

RP: Agora a última ata do COPOM finaliza, me parece a interpretação dos economistas uma determinada estabilidade ou o início de reversão.

JEMN: Que Deus te ouça!

AR: Ainda mais agora que Mãe Diná faleceu...

(Risos)

AR: Os economistas não podem mais se valer dela nessas definições...

PF: Exato!

JEMN: Então, talvez fosse interessante... Quais são os três pontos... Vamos dizer, os três pontos basilares que estamos falando... São: Emissão, emissor e intermediário financeiro. À luz do que o colegiado tomou decisão recente nesse caso do dia 30, como que nós poderíamos pensar em formas de criação de dispensa para esses três temas?

PF: Eu fico muito satisfeito aqui em ouvir a fala do Antônio Ricardo, porque ela, em boa parte, se assemelha ao que motivou a área técnica a apresentar essa proposta que foi recentemente aprovada com algumas condicionantes pelo Colegiado. Essa questão, fico satisfeito de ele dizer que a decisão tomada atende a 90%, eu acho que é um índice alto de...

JEMN: Só faltam 10%...

(Risos)

PF: E isso realmente foi resultado das conversas que tivemos, não só com vocês, mas com todas as pessoas com quem tivemos a oportunidade de conversar: players pequenos, médios, grandes... Advogados atuantes no setor e fora dele. Advogados que estão atuando no setor agora, mas que atuam no mercados de capitais. Então isso foi formando uma convicção dentro da área técnica comandada pelo Reginaldo, que nos deixou bastante seguros e confortáveis para apresentar uma proposta ao colegiado no dia 30 passado. Como no caso concreto, e o que temos hoje é uma decisão para o caso concreto, mas que é uma decisão que pode servir como uma orientação para os casos futuros, e eu acredito, Antônio Ricardo, que essa decisão não se presta a amarrar ao modelo único, na medida em que ela se volta para um caso concreto, ela decide então se há um interesse em se obter uma dispensa nesses moldes, e é claro que quanto mais próximo desse caso concreto, maior vai ser a chance de você obter essa dispensa e sempre há alternativa lembrada pelo Albuquerque, no sentido de se pedir o registro, quer dizer, se não há o interesse em se adotar esse modelo e se o modelo que se pretende adotar é muito divergente, talvez o caminho melhor seja realmente pedir o registro de emissão de contrato de investimento coletivo mesmo. Ou de cota de fundo imobiliário. Essa discussão do fundo imobiliário foi levantada lá e a posição da área técnica foi muito parecida com a sua no sentido de que, embora tenhamos que dizer assim: "Não é uma opinião unânime dentro da casa", mas a nossa opinião foi muito, assim no sentido de que... A constituição brasileira dá a entidades como a CVM, a competência de regular a atividade econômica. Isso não se confunde com controlar a atividade econômica. Acho que quando você começa a pensar em impor determinados modelos me parece que está saindo um pouco para fora dessa esfera de regulação de atividade econômica, considerando inclusive o nosso regime constitucional como um todo, e essa questão do custo. Chegamos até a comentar lá que de uma forma bem geral, os produtos fundo imobiliário e CIC de condo-hotel, eles são muito diferentes, na medida em que o fundo imobiliário talvez um elemento principal atrativo do produto seja a gestão. Você está contratando um gestor especializado, sabe... E o condo-hotel é mais a gestão de um operador hoteleiro que tem a localização de um imóvel do que propriamente... Talvez em alguns casos até menos operadores, mais a localização de imóvel, na medida em que você pode ter um contrato de prazo curto com o operador. E o fundo é aquele gestor... Aquele cara que vai gerir o seu recurso. Não por acaso, achamos que não é por acaso a experiência da SEC, ela vai nessa linha. Em nenhum momento pelo que podemos ler no material que vocês nos mandaram e outros que pesquisamos, com relação a como a SEC vem tratando desse caso lá é uma coisa recente, de setembro

do ano passado, você vê que eles não tratam de comparar com fundo imobiliário. Parece que é muito claro para eles que estamos falando de coisas muito diferentes. No fundo imobiliário você coloca o dinheiro, você não quer se preocupar; você quer, eu quero investir naquele setor lá, mas você é o meu gestor, e aqui não, aqui eu estou preocupado, eu quero aquela localização... Eu quero esse tipo de projeto... Essa construtora... Eu tenho como financiar nesse intermediário aqui... Já vendi um imóvel com ele, já comprei outro... Sabe, é uma relação muito diferente. Então diante dessa questão do curso que você levantou... que colocamos. Há de se fazer a diferenciação. O fundo imobiliário tem benefício tributário e tem esse custo.

RP: Só fazendo um parêntese, Paulo. O colega da área que acompanha, existe uma outra área internamente que acompanha a vida dos fundos estruturados, os fundos estruturados são esses fundos que não são esses fundos abertos que você vai numa agencia bancaria pega 10.000, 15.000, saca... É aquele fundo que tem uma engenharia financeira por trás, dentre eles o FII, que é o Fundo de Investimento Imobiliário. E nos passou a informação, mas não com números precisos, mas aproximados, que os fundos imobiliários, têm um percentual muito pequeno. Eles detectaram que compraram cotas de condo-hotéis. Então também que isso ficou com um determinado temor se não haveria determinadas dispensas na CVM, alguma regração, de você, o produto imobiliário, para dispensas e não mais ter fundo imobiliário. Fizemos um levantamento nessa outra área que acompanha a vida do fundo, e pelo menos até agora, o percentual está abaixo de 1%, ou zero qualquer coisa, em termos de ativos de fundo imobiliário que aplica em condo hotel. Não é um investimento legitimo para eles, mas como o Paulo bem falou, e eu vou fechar esse parêntese para o Paulo continuar a falar, enquanto o produto de vocês, ou todos nós aqui estamos debatendo para chegar numa harmonia que Antônio Ricardo colocou muito bem ali, não um confronto, mais uma harmonia nas legislações, e no proceder, enquanto o fundo imobiliário cabe papel, por exemplo, um fundo pode ser exclusivamente de papel, ele pode ter só certificado de recebíveis imobiliários, certificado de potencial adicional de construção, CEPAC Faria Lima, CEPAC Água Espirada... Letras...

PF: Porto Maravilha...

RP: Porto Maravilha! Enfim, um tijolo também tendo o mesmo fundo, ou o fundo só de tijolo como agente chama aqui... O produto de vocês é uma coisa especifica. Ele é pontual! Ele é o condomínio! Ali você não está vendendo para o investidor exatamente essa gama de... então, o Paulo falou isso mesmo, no fundo imobiliário, você tem o investidor com a possibilidade de um mercado secundário mais amplo, vocês hão de convir, não é? A transferência de cotas no fundo imobiliário é muito infinitamente superior à transferência de cota seja de participação ou da sua unidade autônoma, que segue todo um ritual de registro de imóveis quando no fundo imobiliário não! Você tem uma valorização em bolsa, desvalorização dependendo do contexto que aquele fundo tem na sua carteira. Então era esse o parêntese que eu queria fazer Paulo...

JEMN: Fazendo um parêntese menor ainda, só para complementar, o que o Reginaldo comentou, eu conheço hoje no mínimo três fundos imobiliários que tem parte dos seus investimentos em unidades de condo-hotel. Não é um fundo imobiliário que é dono de um hotel. Conheço três fundos imobiliários cujo objetivo do fundo é investimentos imobiliários mais variados possuindo sala comercial, laje comercial, participação em shopping center e unidades em condo-hotel.

RP: O que é legitimo!

JEMN: Um deles tem 40% de um empreendimento, mas em unidades, e tem 40% do empreendimento.

PF: Continuando... Então, procurando destrinchar um pouco essa versão do colegiado, e com ela respondendo os seus pontos, que são os pontos da pauta da reunião são relacionados a... o registro do emissor...

JEMN: Emissão...

PF: E intermediário financeiro. Temos a resposta aqui para os três pontos.

JEMN: Nessa decisão do colegiado?

PF: sim, nessa decisão do colegiado. Quer dizer, há um precedente, um caso concreto, e eu vou partir da mais geral e da mais simples, já adiantando que todas elas têm um alicerce, que é a qualificação do investidor. Esse investidor, que vai ser o foco, que a CVM entende que tem que ser um investidor, um determinado tipo de investidor. Não seria qualquer pessoa. Vamos falar aqui das decisões e vamos chegando nessa orientação do colegiado. Para lançar uma dispensa ao registro do emissor: Nós da área técnica apresentamos, e o Colegiado aprovou, nossa proposta na íntegra, só acrescentando uns pontos, mas com relação à dispensa do registro do emissor, a nossa proposta passou sem nenhuma ressalva com relação ao registro dos emissores. E o que que dissemos lá, que na medida em que o registro do emissor é um requisito de registro da oferta, se estamos propondo uma dispensa de registro da oferta, não há necessidade de registro do emissor. Um raciocínio que parece ser simples até demais, mas me parece que consistente, e fundamentado num dispositivo que tem na regulação que é o item 11 do anexo 2 da instrução 400. Então assim, quando temos uma oferta passível de registro, em regra, você vai ter um registro também para o emissor, mas se eu estou falando de dispensa do registro da oferta, me parece que a dispensa do registro do emissor, ela deixa... o registro de emissor deixa de ser necessário.

RP: Paulo, nesse ponto...

JEMN: Tem lógica.

RP: O Paulo falou uma parte... A instrução, alguns conhecem que é a 476, de 2009. Ela vai nessa linha. Ela permite que tanto companhias abertas registradas na CVM façam ofertas públicas, em determinados valores imobiliários ali estabelecidos, como ela permite a algumas companhias que em termos pragmáticos vou chamar de "fechadas", tecnicamente, rigorosamente, seria aberta ou dispensada de registro, mas aí por termos práticos eu vou chamar de fechada. Por que se for na 6.404, teoricamente, teve oferta pública é aberta, mas para efeitos práticos, agente chama de fechada e até aceita que se preencha como fechada. Nós colocamos no nosso memorando nesse ponto que o Paulo toca, que ela dispensa e diz olha, você ao concluir a oferta, existe um períodozinho de look up de 90 dias para que os adquirentes dos valores mobiliários daquela instrução possam começar a revender para terceiro. Passado esse período, você só pode negociar em mercado de balcão não organizado, mas você pode negociar em bolsa, caso você venha a obter o registro de que trata o artigo 21 da lei 6.385, e o registro do artigo 21 da 6.385 é exatamente o registro de companhia aberta. Então a própria instrução da CVM admite nessa leitura um pouco. Para quem não é conhecedor fica difícil entender o que é que está falando ali, mas para quem trabalha com isso no dia a dia sabe que a CVM está dizendo que ela não precisa se registrar como companhia aberta, exceto se ela quiser negociar em bolsa de valores. Então há sim de fato, já há legislação das menores hipóteses, agora, o Paulo falou, é um alicerce. É a questão do investidor. Paulo...

PF: É... Obrigado Reginaldo! E usamos a instrução CVM 476 como um exemplo para pautar essa nossa proposta. Lá na 476 havia exatamente isso que o Reginaldo acabou de descrever. Na prática, uma

dispensa de registro de emissor para aquelas emissões de 476. Agora chamando já a primeira chamada do conceito de qualificação do investidor a 476 é só para investidor qualificado. Investidor qualificado investindo um milhão de reais na oferta, ou seja, esse modelinho aqui que agente está começando a criar, ele já, o primeiro tijolo dele já remete: “Olha, é só para investidor qualificado.” No caso lá, investindo um milhão de reais. A 476 também nos inspirou aqui porque lá embora o emissor possa não ter o registro, ele tem uma obrigação. Esse emissor que não tem registro, ele tem uma obrigação de manter um website com as suas demonstrações financeiras atualizadas e auditadas por auditor registrado na CVM. Esse modelo pediu a mesma coisa para aceitar a dispensa. O emissor, o ofertante no caso. A incorporadora vai estar dispensada de ter o registro de companhia aqui na CVM, mas ela vai ter a obrigação de promover esse website. Como no caso, ela vai sair do negócio e o negócio vai ser conduzido pela operadora hoteleira, pedimos que se colocasse no contrato para a operadora hoteleira manter um website atualizado com as contas do negócio auditadas por auditor independente registrado na CVM. Então, praticamente resolvemos o problema do registro de emissor e acho que de uma forma bem abrangente.

JEMN: Deixa eu fazer uma pergunta para vocês nesse particular. Nós como asset managers, nós temos nessas operações, dentro do nosso web site, uma intranet. A intranet está dedicada aos investidores dos empreendimentos, então cada um dos investidores de um determinado empreendimento tem login e senha para entrar naquela parte da intranet do empreendimento dele, e ali existem relatórios mensais do que está acontecendo. Balanços, relatórios de auditoria e tudo mais. Nós como asset managers, o que nós fazemos? Nós trabalhamos em benefício dos investidores. Vocês não poderiam entender que este asset manager, ele seria o substituto do incorporador no que diz respeito a esta obrigação? De forma a liberar o incorporador a não ter mais que ficar vinculado a um negócio que ele promoveu?

PF: Olha, nesse caso concreto, essa obrigação deixa de ser do incorporador e passa a ser do operador hoteleiro. Isso está estabelecido no contrato feito entre o operador, não seria no contrato de locação. Então agente colocou lá uma cláusula no contrato de locação, o que não impede que o operador contrate; porque um modelo que venha para cá, tenha o papel do asset manager, e parece que até de uma forma um pouco mais sofisticada e melhor tecnicamente, dependendo do caso concreto. Então me parece que cabe esse trabalho...

RP: Eu concordo com o Paulo...

PF: Eu não sei se...

RP: Eu queria só, Paulo... Em linha com o que o José Ernesto já colocou, na questão, existem casos... E aí voltando para a seara exclusiva de valor mobiliário mesmo da 476, saindo um pouquinho dessa questão aqui, mas exatamente, existem alguns pleitos e em alguns casos entendemos pertinentes, de companhias que são abertas na CVM, e que criam por exemplo, uma sociedade com propósito específico para a emissão de título via 476, e nos perguntam se não podem colocar apenas um link no site dela, ou no consolidado, no balanço consolidado em notas explicativas. Detalhar especificamente sobre determinado investimento sem a necessidade de criação de específica de um site daquela SPE. Então alguma coisa faz sentido. Mas você já é uma companhia que dá um nível de informação que tem um nível de governança alto, mas você pode colocar nas suas notas explicativas ou nos seus balancetes, enfim, ou nos seus trimestrais, dependendo da companhia, você que já tem uma obrigação, por exemplo, de fazer uma informação ampla, já remeter desde que o investidor daquele empreendimento, saiba onde localizar. Não precisa dizer pro regulador essa é uma das coisas que agente sempre.... “Não adianta você atender exclusivamente o regulador”. É o investidor, porque você precisa dizer para nós: Isso! O investidor precisa saber disso.

JEMN: Entendi.

RP: Ele sabendo disso, ele sabe o caminho de como chegar...

JEMN: Porque um dos modelos...

RP: Tão interessante a sua pergunta...

JEMN: É porque um dos modelos que tem ganho muita popularidade, principalmente fora do Brasil, e que enfim... De uma certa forma é inevitável que venha a se popularizar aqui, é de que os operadores hoteleiro, eles tem tido contratos com períodos cada vez menores, com o objetivo de gerar maior eficiência para eles, ou seja, se você não performa, eu não renovo o teu contrato, você sai e entra outro. Então, dentro destes modelos, por conta disso, os asset managers têm ocupado este espaço de representação de interesses dos investidores, sendo remunerados pelos investidores para isso, de forma que esses asset managers tem se tronado mais perenes do que os operadores. Obviamente o operador sendo mais eficiente...

PF: É um terceiro...

JEMN: Ele vai permanecendo mais tempo... Entendeu?

PF: Eu acredito que tem muito espaço para essa atuação. Eu não sei se...

RP: 11 anos, não é Paulo? Renovável automaticamente... Você falou um prazo curto, quer dizer... Se o José Ernesto me permitir, se eu puder explorar um pouquinho mais isso... Você não vê algum risco na continuidade do negócio com prazos muito curtos?

PF: Mas isso é dinâmico...

RP: É dinâmico? A coisa anda? Isso, fala, explica pra agente...

JEMN: Albuquerque...

RP: Até porque, não é, quando você viu 11 anos você dá uma respirada. Opa! Tem um contrato aí de 11 anos, que não quer dizer que não quebre ou não haja uma troca. E com cláusulas de renovação automática se ninguém falar nada, agente renova por mais 11. Então, me parece dar uma certa estabilidade na continuidade dos negócios em que o administrador hoteleiro já vislumbrou ali e se sentiu confortável em assinar...

JEMN: Só para efeitos de esclarecimento, daqueles que não estão bastante afeitos à Indústria hoteleira, é o seguinte: O que foi criado há alguns anos atrás, a indústria chamou de "Key Money". O que é o "Key Money"? É uma contribuição financeira do operador hoteleiro para entrar no negócio. No frigar dos ovos o que é que tem acontecido? Bom... Não é o caso nosso no Brasil, de ter financiamento, Project Finance disponível, amplo e tudo mais... Mas via de regra, o empreendedor, ele entra com um pedaço do capital relativamente não muito grande... 20%, 80% é alocado por uma instituição hipotecaria... Financiador... E aí para compor esses 20%, muitas vezes o empreendedor é obrigado a fazer um "Fund Raising" e procurar outros investidores e compor o equity. Os operadores hoteleiros encontraram na figura que foi chamada de "Key Money, uma forma de dizer o seguinte: "Olha... Eu compro o meu contrato por um prazo longo e com isso contribuo com o capital na frente para você, para ajudar a formar teu equity, não é? Então na prática o que tem acontecido no mercado internacional é que os investidores, porque no final das contas estamos falando de um negócio de capital intensivo. Então em um negócio de capital

intensivo, quem acaba mandando nele é o dono do capital. Então o dono do Capital exigindo cada vez mais. Ele tem instituído nos contratos, seja de administração, arrendamento ou locação variável que seja, tem incluído cláusulas de performance bastante fortes. Tem incluído uma serie de obrigações, que diz para o operador o seguinte: “Olha, se você não performar, você não vai ficar aqui!”, não é? Mesmo em contratos de locação! Nós participamos recentemente de um “deal” em Nova York, em que, por exemplo, o operador, ele será remunerado apenas no sucesso com 10% sobre o que exceder a 10% sobre o investimento. Obviamente, nós estamos falando de um mercado super prime, numa localização super prime, num negócio em que todo mundo queria entrar. Quer dizer, a taxa de performance, não é entregar resultado, é entregar um resultado mínimo de 10% sobre o investimento, e ele vai ganhar apenas sobre o excedente disso. Se você for falar com qualquer operador hoteleiro no Brasil, sobre isso, eles enfartam ou nos jogam pela janela, não é? Porque não é esse o costume.

PF: Só uma coisa... Você pode falar a localização desse empreendimento?

JEMN: Downtown New York, Beekman Street. Daqui a três anos vai estar pronto. Era um edifício que era sede de um banco. Foi construído por um banqueiro em 1880. Esse edifício é histórico... Hoje quando você fala em contratos normais, são contratos de cinco anos. Quando se fala em contratos de 10, 15 anos, 20 anos. Isso é muito além. Falo em mercados mais maduros como Estados Unidos e Europa. Se o contrato tem prazo superior a mais de cinco anos é porque alguém comprou o direito de ficar mais tempo. Entendeu? E mesmo assim esses cinco anos são regulados com cláusulas de performance. Você vai para a Europa, por exemplo, os contratos majoritariamente são organizados em estruturas de arrendamento, por quê? Porque o Europeu gosta de dividir o que é o Real Estate e o que é a operação hoteleira, o operador hoteleiro, o empregador dos funcionários, separa-se literalmente o que são os dois negócios. Você vai para o mercado norte americano aí já é bastante diferente. Por quê? Porque quando nos Estados Unidos a hotelaria teve o seu boom coincidiu com o período do bônus age. Coincidiu com aquele período de grande prosperidade econômica que até o Diogo Canteras na I Mesa Redonda fez a brincadeira de dizer: “Tinha tanto dinheiro que o homem foi mandado até a lua”. Tinha dinheiro para pode financiar tudo isso. Então você tinha dinheiro de mais e tinha um número de companhias hoteleiras de menos. Então para as companhias poderem crescer, na velocidade que o mercado desejava, elas criaram os modelos de franquia e criaram os modelos de operação, mas como prestadores de serviços. E a Indústria então, nos Estados Unidos, evoluiu nesse formato. Não significa, portanto, que este seja o único formato que existe. Os bancos na Europa estão acostumados a financiar as companhias hoteleiras. Eles ficam com a hipoteca e ainda o aval da companhia. Na Espanha, especificamente, muita gente acabou literalmente indo para a miséria. Por quê? Porque o financiamento hipotecário na Espanha não está vinculado apenas ao imóvel. Ele está vinculado ao crédito. Então o Banco deu um crédito de 100 milhões, o imóvel desvalorizou para 60 milhões, o financiado não teve capacidade de pagar a hipoteca, o banco recebe o ativo por 60 milhões e o financiado ainda fica devendo 40 milhões. Então são modelos diferentes que há pelo mundo e o que vemos hoje no Brasil, pelo crescimento da indústria, é que a vinda de novos players da Europa está oxigenando o mercado. Por exemplo, no dia 5 passado nós organizamos a conferencia brasileira, a Brasil Hospitality Investment Conference. Estava lá presente o CEO da Banyan Tree, que é uma companhia de Cingapura, que pensa de uma forma. Estava o CEO da Yoo Hotels, o CEO da Sana Hotels, que são empresas européias, que pensam de outra forma. Existem empresas que tem filosofias distintas, nascidas de onde? Pelos mercados onde eles nasceram e participaram. E estamos vendo hoje uma mescla no Brasil, de alternativas de negócio. Então, daí talvez a necessidade de se considerar mecanismos distintos, de que eventualmente a manutenção das informações financeiras, mercadológicas, operacionais possam ser ofertadas, não apenas pelo operador, até porque os donos da

propriedade vão estar hoje, amanhã e daqui há 10 anos. O operador hoteleiro, não necessariamente vai estar lá. Então era só uma ilustração.

AR: Isso que o José Ernesto falou é um ponto importante, que está na mesma direção do que temos falado. O próprio José Ernesto falou assim: das informações poderem ser prestadas por A, B ou C, é importante que nos modelos que se estão construindo no Brasil, a relação entre proprietários ou, organizadores dos proprietários, e a operadora hoteleira, ela pode ser, por locação, pode ser por prestação de serviço, pode ser por arrendamentos. Porque assim como SCP, Fundo, SPE, cada uma dela tem vantagens e desvantagens. De ter uma lei de locações se agregando a isso, de ter um código civil na prestação de serviços. Por outro lado, o importante é a clareza nessas informações.

PF: É isso aí!

JEMN: O perfil do investidor a quem você procura se dirigir, por exemplo, incorporador. O empreendedor quando ele pensa num negócio, ele pensa num determinado perfil de investidor, então se o investidor que está sendo alvo, por exemplo, seria um investidor considerado, pela legislação, qualificado, um fundo de pensão, bancos de investimento, e tal... o approach, a forma de pensar é uma. Quando você vai desenvolver um empreendimento de condo-hotel em sistema de fração, não é? Utilizando condomínio civil como estrutura, e aí você oferece essas frações, a valores hipoteticamente falando, R\$ 100 mil, apenas para considerar um valor... Isto dá acesso a um determinado volume de investidores, quando você sobe um degrau, e vende os apartamentos a R\$ 500 mil, você entra em outro tipo de perfil de investidor e cada um pensa de uma forma diferente, não é? Então as estruturas precisam estar disponíveis, para também os perfis distintos de investidores que existem no mercado.

???: Mas isso é um condomínio...

JA: Ainda que eu seja diretor da Brookfield Incorporações estou aqui como convidado da FGV. Nós fomos notificados pela CVM por conta de um negócio que temos em Santo André. É engraçado que nessa discussão toda, temos o mesmo objetivo, que é deixar o mais claro possível para o investidor o que para nós é o cliente, sobre o que vai acontecer com o negócio dele no futuro. Então temos a visão do incorporador. É uma visão de preservar a informação ao cliente, você sabe que é uma preocupação diária. Então do mesmo jeito que hoje estamos falando aqui de investimento, de quanto o cara vai ter de lucro, retorno e etc... temos outras preocupações que diariamente nos faz por exemplo ver o detalhe da fachada, se é aquilo mesmo que nós vamos entregar? Se o memorial descritivo é o mesmo, então, a preocupação da clareza das informações é regra e temos que seguir. Estamos todos alinhados! Acho que esse é o objetivo. No caso, em 2000... No começo de 2000, tivemos aquela febre dos flats, não é? Nós participamos muito deste evento, e assim, como foi dito aqui que o incorporador vai embora na hora que entrega o empreendimento, não é bem assim! No caso, na época no início de 2000, participamos ativamente da venda dos empreendimentos tipo flats que entregamos e logo depois houve uma sobreoferta e ficou aquela história ruim. O sujeito estava tendo que bancar mensalmente as despesas do condomínio. Então nessa época houve a dinâmica de se trocar empresas operadoras, e nós participamos junto com os condôminos da administração disso. E hoje nessa nova era de apart hotéis ou condo-hotéis, já vêm de uma lição, que aprendemos lá atrás. Eu não quero que o cliente vá embora, eu quero ver esse cliente feliz para ele voltar e comprar outros imóveis da Brookfield e não de outra

empresa. A pior coisa que tem é o cara falar: “Pelo amor de Deus , flat nunca mais!” Isso não é bom para ninguém. Então queremos que essa nova era seja diferente. Fizemos o Cad’o’ro em São Paulo. Esse aí de Santo André, que são dois condohoteis, o Novotel e o Go Inn. Vendemos para o cliente já com a estrutura montada. É um pool hoteleiro com 100% de adesão (vendido assim, sem possibilidade de alterar esta condição), o cliente não pode “flipar” no pool, ele tem que ser fiel ao pool hoteleiro, por que se não for, prejudica o pool hoteleiro e prejudica a rentabilidade de todo mundo... Então nesta nova era, já largamos com uma nova ação. O asset manager já contratado foi na largada, no lançamento dos empreendimentos... Olha, vai ter uma empresa que vai acompanhar toda a gestão da Altantica Hotels por exemplo, a operadora contratada no nosso caso de Santo Andre. Independente dela, se vai se a Atlantica ou se vai ser no futuro outra, tem um asset manager que vai cuidar dessa situação do condomínio, para acompanhar. Então, eu acho que hoje, temos um fluxo de informações e estamos ávidos a deixar o mais claro possível para o consumidor. O fato é, como foi dito também aqui pelo Antônio Ricardo, pelo Dr. Antônio Ricardo e até pelo Dr. Maury, o transtorno da burocracia que realmente atrapalha muito as coisas para nós. O ciclo do nosso ciclo é longo. Para você colocar um empreendimento no ar hoje, desde a compra do terreno até a aprovação você leva 2 a 3 anos e mais 2 a 3 anos para construir e entregar. Então, a partir da compra do terreno, o relógio está contando para nós, mas a burocracia é grande e as leis não são claras. Por exemplo o próprio registro de incorporação imobiliária depende da interpretação de cada cartório de imóveis, têm exigências onde um exige uma coisa e o outro não exige, enfim... quando menos a gente espera, aparece do dia para a noite uma exigência. Então o que pedimos é que se existirem exigências da CVM que sejam claras e de rápido tramite de análise e liberação, sendo assim, sem problema nenhum! Solicitar uma dispensa ou solicitar um registro, desde que seja rápido, claro, com pontos claros para que se siga um timing certo, já que isso também vamos colocar no nosso fluxo de tempo. Quando montarmos um negócio já vamos saber: ‘Olha: esse negócio aqui vai ter que passar lá na CVM, para pegar uma dispensa, ou para pegar um registro’. Por exemplo, hoje em alguns casos a gente tem pedir dispensa do GRAPROHAB em São Paulo que é um conselho que engloba sete órgão públicos. Lá a regra é clara e o tramite transparente e com data exata para se emitir um. Por que não na CVM? Não tem problema. O custo vai ter que ser absorvido pelo negócio, desde que saibamos antes de montar o negocio. Agora o nosso problema é timing e clareza do que é que você tem que seguir.

PF: Nesse ponto especifico, essa dispensa aqui já está regular. Artigo quarto e tem prazos lá. Você pede e temos 20 dias úteis para analisar o teu pedido e te mandar um oficio de exigência. Aí você tem 40 dias úteis para atender esse oficio e depois temos que aprovar ou te mandar um outro oficio com o prazo adicional que você tinha.

JA: Legal!

PF: Basicamente é isso... Então, tudo regulado desde 2003, não tem susto com relação a esse pedido de dispensa. O registro, a mesma coisa, são os mesmos prazos e estamos pensando numa coisa além disso. Mas só para responder logo esse ponto seu... Você estava falando do emissor...

JEMN: Voltando!

RP: A emissão e o intermediário...

JEMN: É isso...

???: Devido ao horário, já são 17:20...

***** Comentários sobre a duração da reunião**

PF: Tá...

RP: Eu acho que agora esse aqui é o foco...

JEMN: Exato!

PF: Tá... Então, a dispensa de intermediário, conseguimos também esse modelo, dizendo o seguinte: Focando nas particularidades do público alvo, que seria um público alvo mais voltado a um produto imobiliário, tá? Discutimos bastante sobre essa coisa de em alguns momentos, por exemplo, o pessoal da área de fundos. Mais se isso aqui é um valor mobiliário, não é? Procuramos dizer no jurídico... Não, mais tem imóvel, tal... Ora, são as duas coisas! Existe uma compra e venda de imóvel e essa compra e venda de imóvel envolve um negócio um pouco maior que que acaba se caracterizando como valor mobiliário. Seria um híbrido, sabe?

JEMN: É, porque uma coisa parece que fica muito clara... Que é um imóvel, não se discute. Se é um valor mobiliário, depende se aqueles quatro elementos estiverem presentes. Uma vez que os quatro elementos estão presentes é um valor mobiliário, mas o fato de ser um imóvel não se discute, e o fato de que esse mercado há 40 anos é movido pelos corretores imobiliário, também é um fato...

PF: E uma coisa que também...

MB: De base imobiliária...

PF: Que nos moveu a considerar a hipótese da dispensa de registro, também são os outros marcos regulatórios que atuam sobre esse negócio... O Código de Defesa do Consumidor... A lei 4.591. Colocamos isso lá, inclusive inspirado nas próprias manifestações da SEC, dizendo assim: "Olha, estamos aqui propondo uma dispensa de registro desse negócio, mas não podemos esquecer que..." E isso, por quê? Porque o código do consumidor se aplica aqui. Então é diferente de você comprar ou vender uma ação. Você não vai poder ir lá no judiciário e reclamar um vício redibitório ou responsabilidade objetiva do vendedor. Então tem um instituto jurídico muito forte, que é o código de defesa do consumidor. Isso foi até questionado, mas faz parte da premissa que o código do consumidor se aplica...

Varias pessoas falando...

AR: Em relação ao código de defesa do consumidor, que eu estou afrente lá na OAB...

JEMN: Por favor.

AR: E como muitos guardiões da OAB, é pontuado, principalmente pelos incorporadores, e aqui temos uma grande incorporadora representada, que é a Brookfield, a tempos que há preocupação de todos os incorporadores em preencher os requisitos... principalmente a questão de informação, não só de chegar ao conhecimento dos riscos ao consumidor e, numa análise geral, sobre qualquer empreendimento, seja ele de compra e venda, não é? Então quando a pessoa vai comprar uma unidade residencial ela tem todos os requisitos também de ter o acesso a informação, dos riscos que vão ocorrer, ou seja, se vai ter, como é que vai ser esse financiamento bancário? Como é que vai se dar o saldo devedor? Como será corrigido?

JA: Se já tem o patrimônio de afetação...

MB: ... o patrimônio de afetação, isso tudo faz com que exista um diferencial, principalmente na liberdade de escolha. E a liberdade de escolha, como muito bem contado pelo José Ernesto nesse caso do condo-hotel... há uma preocupação em uma análise mais fechada, não é? Porque, um grupo específico, um empreendimento específico, ela não pode ser tolhida, porque se você tiver realmente uma análise em que você tem um investidor qualificado a R\$ 500 mil, a R\$ 300 mil, você abrange também essa questão do consumidor, ter essa análise de risco, e ter essa consciência geral do que é o investimento e se ele de fato é investidor qualificado ou não. Então isso tem que ser muito bem especificado, e como o Antônio falou, a questão do dialogo das fontes, ou seja, uma coisa não vai interferir na outra, ou seja a legislação da CVM não pode ir contra o código de defesa do consumidor e vice-versa. Então, na verdade, a regulamentação da publicidade (E aí eu acho que é um ponto importante) quando foi falado sobre ter uma espécie de manual... o que é que vai ser feito para cumprir todas as exigências da CVM, também acho que teria até um modelo de repente específico de como é a publicidade que a CVM entende como correta. Porque se não vai cair em reiteradas, reiteradas, reiteradas exigências e o incorporador, mal ou bem, tem um prazo muito curto, e o consumidor espera também resultado, resposta de imediata... Então, isso é uma dificuldade, eu acho...

AR: Podia criar um manual...

PF: Posso responder também agora. O material publicitário tem uma regulação já colocada também que é o artigo 50 da instrução CVM 400. O artigo 50 é detalhado pelo ofício circular da CVM SRE 001 de 2013, que basicamente é um manual. É uma coletânea das experiências dos casos concretos. Aquelas exigências reiteradas que foram feitas muitas vezes... colocamos lá no ofício: "Olha, é assim, assim você passa!". Então eu acho que com o artigo 50, mais esse ofício 001-2013 você passa a ter esse manual que você precisa. Essa questão do material publicitário é muito importante para nós porque é aí que é as primeiras informações chegam ao investidor potencial. É o que vai atraí-lo em primeiro lugar. Então realmente é um ponto muito sensível e acredito que tratado de uma forma adequada pela regulação.

AR: Justamente por isso que o código de defesa do consumidor trás já também alguns requisitos para o tipo de publicidade que vai ser ofertada. Então ele trás lá... e tem que ser em letra de forma clara extensiva e em negrito. Tem algumas questões também que acaba indo pela questão da regulação da publicidade normal e não tem regramento, ou seja uma cópia exata...

JEMN: Mas especificamente...

???: Nesse caso, você tem o artigo 50, mas teria assim... eu já analisei o artigo 50, mas como modelo específico didático, porque você sabe que tem que colocar na sua publicidade, mas você não tem uma diretriz específica se é pro lado esquerdo, se é pro lado direito... Mais para cima...

RP: Esse ofício circular tem 7, 8 folhas. O artigo 50 é bem pequeno até. Ele tem 7, 8 folhas e você no ofício circular nº 1 de 2013, claro, vai fazer as adaptações ao teu produto. Nem tudo que está ali se aplica. Se você observar, daquele comunicado ao mercado que a CVM fez, ou um alerta ao mercado, eu não lembro exatamente, na página de dezembro de 2013 pra cá, tudo mudou na propaganda. Porque ela vinha bem: Esqueça bolsa, esqueça CDB, 1,1% ao mês e tal. Depois daquele comunicado as propagandas continuaram de alguns empreendimentos? Sim! Continuaram! mais você viu uma, que é um dos pontos que a SEC leva em consideração, não lembro se o da sessão 501, alguma coisa desse tipo, ela pede para que eles, se no empreendimento, foquem no ativo imobiliário, e não para fazer um paralelo com o mercado financeiro, se não você descaracteriza de novo e cai naquele quadrado da SEC ser regulado fortemente, como se fosse um IPO.

JEMN: Aham.

RP: Você está fazendo um apelo mais financeiro do que imobiliário, então pra harmonizar com a coisa financeira, faça o apelo... Desculpa, harmonizar com imobiliário, faça o apelo focado para o imobiliário.

???: Não, não, não... Eu falei justamente que não há, que elas têm que agir de forma harmoniosa, mas a questão é só de adequação porque a publicidade feita regulamentada pelo código de defesa do consumidor, totalmente diferente.

PF: É porque o código de defesa do consumidor regula a relação de consumidor, de consumo. A CVM, a oferta pública. Então, no limite, se houver algum problema, você pode manter a relação de consumo, ou seja, você pode vender o teu empreendimento, você só não pode fazer oferta pública de valor mobiliário. Então você poderia, pensando como advogado de uma forma muito simples: “Deixo de vender o investimento e vendo só o imóvel.” Sabe? Alguma coisa desse tipo...

JEMN: Mas se você vende um imóvel cujo o destino é único, não é? Aí lembrando um pouco a conversa, que foi dita na I Mesa Redonda... se eu vendo um imóvel residencial, que o sujeito pode usar, ele pode alugar diretamente, usar uma imobiliária... é nitidamente um negócio imobiliário por maior que seja o apelo de investimento, mas é um investimento imobiliário típico, não é? Mas no momento que o sujeito adquire uma propriedade que tem um uso específico, e que este uso específico, não pressupõe o uso da própria pessoa, que foi o exemplo que você, Paulo, utilizou na I Mesa Redonda, se eu coloco dinheiro de um lado e tiro dinheiro do outro é investimento... não é? Então, no caso, se você faz um hotel e vende os apartamentos do hotel, sem operador, sem isso e sem nada, para que os proprietários venham a escolher o futuro deste negócio, no final das contas ele...

JA: Do mesmo jeito que a Lei 4.591, os obriga a entregar o empreendimento já com a administradora condominial, porque se você deixar para os condôminos resolverem isso depois, o prédio não tem futuro...

PF: Houve um advogado que trouxe essa proposta, e aí eu só corriji... Foi mais ou menos a mesma frase. Eu só corriji, não é vender, é ofertar. Então se você ofertar um imóvel sem nenhum momento ofertar qualquer outra possibilidade, de quando o potencial comprador for lá fechar o contrato, se você não apresentar o outro contrato para ele e realmente não tiver nenhum vínculo; estamos falando de verdade, não é fingir, disfarçar. Vende o imóvel e não quer nem saber. O imóvel é do comprador e ele que se vire para arrumar um administrador hoteleiro ou seja o que for. “Não vou te ajudar em nada, não tenho nada haver com isso.” Tá? E também não posso sair da sala, entrar outro cara e vender, sabe? Isso tudo...

???: Lógico...

PF: Isso nunca vai ser valor mobiliário. É difícil falar nunca, não é? Mas eu acho que dificilmente seria considerado valor mobiliário. Agora, na medida em que você oferta, e talvez seja melhor mesmo para o mercado, pelo que vocês estão falando, ofertar esse modelo... A regulação, não queremos que seja uma regulação pesada ou que dificulte ou restrinja o mercado. O que queremos mesmo, desde o começo, foi assim, depois de ver o mercado, vislumbrar, ver o tamanho dele, conversamos de uma forma muito objetiva e muito clara. Precisamos entrar aí para garantir melhor informação para o investidor porque do jeito que está está ruim. Ele precisa ser melhor informado, sobre risco... Sobre preço. Basicamente é isso.

???: Agente acha que ter a chancela da CVM, é uma segurança. De acordo com as normas da CVM, principalmente quando você baixa a régua, em termos de cota...

RP: Ele deu o exemplo de R\$ 100 mil, mas nada impediria que o número de cotas dobrasse e você cai para R\$ 50 mil, e dependendo do tipo de propaganda, de informação, você começa a desvirtuar aquele público alvo que vocês colocam; que é o público alvo do bem de raiz, do bem de imóveis, aí vai começar a chegar gente que é multimercado. Ele começa a verificar apelos de rentabilidade, ele vende as ações, vende as cotas disso, e vende aquilo, e vai para você sem conhecer no que está investindo.

PF: Estamos tentando ser assim o mais rápido, o mais objetivo possível. Vislumbrando um nível de aceitação alto, por parte inclusive dos players, sabe? Porque uma briga vai ser ruim. Se começarmos um confronto vai ser ruim para todo mundo. Não vamos conseguir fazer com que o investidor seja melhor informado. Então, não é isso que queremos. Queremos ser realmente eficazes, ser efetivos nesse ponto. Por isso essa questão, sabe? De ter chancelado a dispensa do intermediário financeiro. Com base no público alvo, esse público mais voltado pro produto imobiliário e parecia que fazia todo sentido se dispensar um intermediário financeiro que é mais especializado em informações relacionadas a produtos financeiros. Agora, também aqui, na decisão, procuramos, trazendo o exemplo da regulação americana. Se bem que lá, há um foco também num determinado tipo de investidor, que eles chamam lá de a “accredited investor”.

JEMN: Que seria um tipo de qualificação.

PF: Que seria um tipo de qualificado...

RP: Seria um tipo de credenciado, é o abaixo do qualificado deles. Nós aqui não temos essa figura intermediária.

JEMN: Será que não está no momento de criar isso?

RP: Não, pois é... A CVM está mudando a régua, tá? E pelo contrário, está subindo mais a régua; está chamando de qualificado não quem tem R\$ 300 mil, mas quem tem R\$ 1 milhão, e talvez chamando de profissional quem tem R\$ 20 milhões. Nesse ponto ficou...

PF: Pois é...

JEMN: Será que não seria lógico, tendo em vista esse tipo de produto, esse tipo de mercado... Existe um investidor qualificado específico?

RP: Tanto é que hoje está em vigor ainda o R\$ 300 mil... O qualificado, como você bem falou, estamos excluindo aqui por razões óbvias, fundo de pensão...

JEMN: Claro!

Reginaldo Pereira CVM: Estamos falando só na física...

JEMN: Isso!

PF: Tanto é necessário, que essa decisão já trás um primeiro modelo de investidor qualificado para esse produto. E aí nesse caso desaguamos nessa questão da qualificação do investidor e aí foi a contribuição do colegiado da CVM. A área técnica propôs a dispensa do registro da oferta, tendo em vista algumas obrigações de informação que vocês vão poder ver lá na decisão, que é basicamente, por ordem de importância na minha cabeça: O estudo de viabilidade econômica do empreendimento; contendo aqueles índices lá da cartilha do SECOVI, que são índices que dão mais ou menos uma idéia do que a pessoa está comprando, até o quanto ela está pagando e qual é a perspectiva mesmo daquele negócio, aqueles índices que são... Me parece que de entendimento...

JEMN: Mas isto publicado na integralidade...

PF: Sim!

JEMN: Isso tudo completo!

PF: É. Que haja um link para o estudo. Tem que ser publicado. Vai estar lá, o empreendimento...

RP: Se ele não quer ver, é outra coisa. Se ele não linkar e olhar..., mas se ele quiser o estudo é público. Está lá!

RP: Tem índice de vizinhança aí... Não sei o que mais... Eu desconheço aí, mas o pessoal das imobiliárias tem lá...

PF: E o conteúdo mínimo, é isso mais ou menos também... De acordo com a experiência da CVM de regular estudo de viabilidade, ainda mais ele que tem tudo... Mas vai dizer, olha: "Tem que ter isso aqui!" tá? O que pode ter alguma coisa a mais, mas isso aqui um conteúdo mínimo lá estabelecido. O prospecto resumido, que estávamos chamando de "take one", mas eu acho que aqui continua o "take one", que é um mini prospecto para ser entregue para os corretores de imóveis, com a orientação de que eles deem informações suficientes, não é do que tem ali... Você dá uma primeira orientada, se quiser treinar, melhor ainda, não estamos pedindo treinamento... As vezes diz ali, olha: "Não fale nada além do que está ali." E nesse prospecto resumido, a sessão de fatores de risco, e aí colocar os riscos específicos do modelo de SPC... de SCP! Porque tem determinados riscos que podem não ter outros modelos. Os outros modelos podem ter riscos que não tem aqui, então orientamos, nesse caso, os interessados aqui, a colocar os fatores de risco de ordem do mais específico para o mais genérico. O que é mais ou menos o contrário do que acontece hoje nos prospectos de oferta pública de ações. Se você for ver por lá, eles começam pelo genérico. O que queremos é que as pessoas leiam efetivamente aquilo. Você faz um negócio mais resumido, mas começa já dizendo os riscos do negócio especificamente. Então propomos a dispensa do registro da oferta, que seria o terceiro ponto aí, mas essa oferta foi dispensada desde que, dirigida a um investidor, que tem R\$ 1,5 milhão de patrimônio...

JEMN: Patrimônio?

RP: O que não necessariamente, hoje em dia não é difícil. Qualquer um que tem um apartamento comprado há 10 anos, por R\$ 100 mil, R\$ 50 mil, hoje, ele deve ter um milhão e meio de patrimônio.

PF: Pode ter, dependendo da situação... Então, R\$ 1,5 milhão de patrimônio...

RP: Inclui o imóvel que ele mora.

PF: R\$ 1,5 milhão de patrimônio... Se ele tiver R\$ 1,5 milhão de patrimônio, pode comprar, nesse caso... O ticket de R\$ 220 mil.

???: Tem uma tabela de conversão?

RF: Não. É porque esse é conjunto Paulo. O preço do patrimônio é conjunto com os R\$ 300 mil, não é isso Paulo?

PF: É verdade...

???: Se ele tiver 10 milhões de patrimônio, pode comprar...

Reginaldo Ferreira CVM: Pode!

PF: R\$ 1,5 milhão de patrimônio no mínimo!

RF: É, é o mínimo!

JEMN: Essa foi uma das discussões que tivemos na I Mesa Redonda, que tem até lá uma brincadeira, quando falávamos que se o sujeito tivesse R\$ 50 milhões em imóveis, ele não seria considerado

investidor qualificado pelo mercado de capitais... Por que a exigência aqui seria R\$ 300 mil em investimentos financeiros, então se o sujeito tivesse 50 milhões em imóveis...

AR: E nada no financeiro...

JEMN: Ele não seria... Daí que veio essa...

PF: Pois é... Como o Reginaldo me lembrou agora, essa definição de investidor qualificado da CVM, para produtos em geral, permanece, então, ele teria que ser um investidor qualificado, ou seja, ter R\$ 300 mil em investimento financeiro, além disso, ele teria que, ou comprovar... Ou ter R\$ 1,5 milhão de patrimônio... Aí diz a decisão que pode ser comprovado por declaração de imposto de renda, extrato bancário...

MB: Certidão de RGI...

RP: Ou qualquer documento...

PF: Certidão de RGI!

JEMN: Você não pode pegar essa declaração do próprio investidor?

RP: Pois é... Isso também foi debatido, mas... não foi aceita.

PF: Pois essa era a nossa proposta original.

JA: Mas na prática, a nossa análise de crédito, agente pede para ver o último imposto de renda.

PF: Olha que bom! Porque até ficamos um pouco preocupados...

RP: E tem a outra hipótese que você não precisa mostrar que é qualificado, nem nada... É você investir pelo menos um milhão...

PF: Se não quiser apresentar, ainda que a cota seja R\$ 100. Com relação a isso, você teria para esse caso aqui o ticket mínimo é de R\$ 1 milhão. Então esse caso aqui são frações, não é? R\$ 220 mil por frações... ele tem que comprar 5.

???: 5!

???: 5 frações, por que 4 não dá...

JA: Eu vou precisar ir... Desculpa tá gente. Eu cheguei tarde mais vou sair mais cedo... O voo é daqui a uma hora. Obrigado! Tchau!

JEMN: deixa eu só aproveitar, só para ficar gravado, já que o pessoal do SECOVI e do FOHB, não teve como participar por uma questão de perda de voos, e uma vez que a sua companhia, a Brookfield, faz parte do SECOVI...

JA: Tem inclusive cadeira na diretoria!

JEMN: Exato!

RP : Dia 30 temos uma reunião com seu presidente!

JA: DO SECOVI SP?

RP: É! Dia 30 com o presidente aqui!

JEMN: Ia deixar aqui uma sugestão para que vocês pudessem transmitir aos seus pares, o espírito da reunião...

JA: ABRAINC, SECOVI, ADEMI...

JEMN: Seria muito positivo!

RP: Positivo! Uma boa explicação de como é que anda os...

JA: Obrigado gente!

PF: Então, só concluindo... Quer dizer, essa decisão, é decisão recente, ou seja, ela está em prazo ainda de recurso, então, que dizer, ela vai se tornar uma boa medida final depois desse prazo de recurso... Se vocês vão recorrer... Se vai ter alguma modificação aqui ou ali, pontuar... Mas basicamente é isso. Então tem um primeiro desenho da "Il Mesa" nesse mercado, que é o cara que ou compra um R\$ 1 milhão ou tem R\$ 1,5 de patrimônio, e sempre atendendo a definição de investidor qualificado da CVM.

JEMN: Agora, e se a definição de investidor qualificado da CVM, for movida de R\$ 300 mil para R\$ 1 milhão?

RP: Essa pergunta eu fiz pro Paulo, não é...

PF: É... É essa é uma pergunta...

RP: Não sabemos como...

PF: Ela não participava...

RP: Está em audiência pública!

PF: Isso não era o nosso desenho original... Não era... Deixamos bem aberto porque, sabia que isso... esse é um grande ponto. O desenho hoje, para esse caso concreto é esse, não é? Havendo uma mudança, que provavelmente vai haver de aumentar de R\$ 300 mil para R\$ 1 milhão de investimentos financeiros... quer dizer... ele tem que ter um milhão de investimentos financeiros e mais R\$ 1,5 milhão de patrimônio. Então vamos pensar aqui: se ele tiver um imóvel que valha R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão de investimentos financeiros ele vai poder, tal... Ou será que isso vai ser um grande gargalo?

JEMN: Eu acho que vai ser um grande gargalo!

PF: Pois é... Então esperamos que tenhamos a oportunidade pra discutir esse ponto, em breve, inclusive com o colegiado. Se não, eventualmente, nesse caso, no próximo caso... O próximo caso provavelmente vai ser o teu. Então, o que eu faria se eu tivesse lá na sua posição, como advogado da Cabral Garcia, procuraria adaptar o meu modelo agora quando você for atender as exigências a essa decisão. Agora isso aqui eu não consigo atender. Você pode eventualmente colocar as suas razões, tá? E vamos levar isso para o colegiado. O colegiado já nos orientou no sentido de que antes de pensar numa regra geral... Numa deliberação... Numa instrução

RP: Que atenda de forma ampla...

AR: Tem que ter massa crítica!

RP: É. Exato! Queremos sentir isso...

PF: Talvez nesse caso seu, talvez um outro que entrou...

JEMN: Talvez esse da Brookfield de Santo André...

RP: Sem dúvida! ... Temos uns 50!

PF: Temos 3 pedidos de dispensa, hoje. Tem mais de 50 processos aí, e tem 2 pedidos que vão ser, então, eu tô...

AR: Tem o da Vivian também...

???: Tem o do Ramada...

???: Tem vários!

PF: E assim... Pedidos de dispensa são três, não é...

RP: Sob intimação...

PF: Sob intimação tem muitos...

AR: Alta produção!

PF: Tenho esperança de que esses três pedidos de dispensa já nos permitam...

RP: Comece a afunilar e dar um modelo que atenda a mais de 90%, que atenda praticamente 100% dos casos.

AR: Uma harmonização, que possa gerar um procedimento...

RP: Como o Paulo falou, existe uma deliberação que se vocês quiserem anotar. É uma deliberação do colegiado, a CVM 463 de 2003. O que que essa deliberação é em suma? É uma forma de você recorrer de uma decisão.

MB: Do colegiado?

RP: Pode ser nossa, ou do colegiado, desde que você... Da própria área técnica... Mas do colegiado você pode apontar alguma inconsistência, não da decisão em si, mais inconsistência em virtude da peculiaridade sobre mercado e o colegiado pode rever a sua posição.

JEMN: O que parece que é algo que é necessário de ser bem pensado, bem maturado, é esse tema da definição do investidor qualificado especificamente para esse produto. Vou contar para vocês uma conversa que surgiu durante a conferência no dia 5 passado. Eu moderei um painel que estava um sócio do BTG, um sócio da XP Investimentos e um diretor executivo de um grande fundo de investimentos norte americano chamado Host Hotels. O Rodrigo Machado, sócio da XP Investimentos, fez o seguinte comentário. Ele disse que a grande virtude do fundo imobiliário, está sendo neste momento, o seu grande pesadelo. Ou seja, o fato do fundo imobiliário ter total transparência está sendo nesse momento um grande pesadelo, por quê? Porque os investidores que acabaram entrando nesse negócio olham o fundo imobiliário como um negócio financeiro e se esquecem de olhar o que está por trás do veículo. Há um produto imobiliário que tem determinados ciclos. Então o sujeito, ele se apavora, porque ele está marcando o investimentos todos os dias. Aquele negócio caiu 10%! O sujeito entra em pânico e muitas vezes, acabam vendendo em massa, e que acaba fazendo com que o preço desabe e potencializa a volatilidade, não é? Então, “vis a vis” o Condo-Hotel cujo o investidor apelidamos de “Dona Maria”, a “Dona Maria” não marca o investimento todos os dias. Ela recebe em um determinado mês 100 unidades monetárias, no mês seguinte 95, no outro mês 105, e se por acaso isso baixa para 70, ela fica brava passa a mão no telefone e começa a ligar para todo mundo para saber porque é que baixou o rendimento. Mas ela não fica marcando todo dia o quanto que vale aquele imóvel.

(Risos)

JEMN: Ela sabe que aquele imóvel em um determinado dia vai se valorizar e ela sabe que tem um mercado secundário grande, ou seja, se ela precisar vender ela tem como... Se ela precisar de liquidez, ela tem como vender essa propriedade. Então eu acho que este exemplo continua bem claro na nossa cabeça, da distinção do investidor hoje, por mais que você tenha pequenos investidores entrando no mercado através de fundos imobiliários, lançados pela Caixa, pelo Banco do Brasil, mas genericamente a maioria dos investidores de fundos imobiliários continuam sendo investidores financeiros, não é? Ainda que nós hoje vislumbremos a existência de alguns fundos imobiliários que são donos de unidades de Condo-Hotel, na sua grande maioria, genericamente, o dono é a “Dona Maria”.

AR: Sem dúvida!

JEMN: Então essa... Eu acho que é um tema que realmente mereceria bastante reflexão, a definição, eventualmente... A criação de uma definição específica do que seria o investidor qualificado para Condo-Hotel. Eu não sei se vocês concordam comigo...

MB: O investidor credenciado...

RF: Chamamos de credenciado no nosso memorando, até trazendo um “cópia e cola” do americano “accredited investor” que é um poquinho abaixo do...

MB: Eu acho que esse trabalho de padronização que está sendo feito, com grande resultado, prevemos já que isso vai dar um bom resultado. Sentimos isso justamente pelo objeto. Acho que podíamos tentar realmente resgatar essa figura do investidor credenciado, não é? Não propriamente o qualificado.

JEMN: Por exemplo, o sujeito que já tem um condo-hotel, e ele vai comprar mais uma unidade, é um sujeito que já sabe como funciona este negócio...

MB: É, mas aí quando você faz essa divisão...

JEMN: Para dar um exemplo...

MB: Mas não...

JEMN: Você não precisa necessariamente estabelecer uma única definição...

MB: Não é só isso José! Existem investidores que já fazem e que tem essa condição. Tem pessoas que tem empreendimentos, que se vocês exigirem que o cara tenha condição de aplicar R\$ 1,5 milhão ou sei lá o que no empreendimento, você vai comprar metade do empreendimento... das unidades, da quantidade de unidades. Isso, realmente, se é para pulverizar, isso é para uma economia mais popular do que a do investidor em grandes investimentos financeiros. Eu acho que podíamos tentar conseguir que a CVM tivesse esse olhar mais focado no que é realmente o comprador de um quarto de hotel.

RP: Acho que é esse o ponto que o Paulo Levantou, não é? Das Expedições seguintes daquilo que está em andamento, quer dizer, o quanto mais você robustecer e vamos dizer assim, nos alimentar...

MB: É verdade! Eu acho que a massa crítica...

RP: Com informações, que nós, por não sermos especialistas neste mercado, teríamos dificuldades talvez de reproduzir no papel, quer dizer, recebendo de vocês, é muito bom! E isso eu acho que já é fruto dessas rodadas...

MB: É! certamente!

PF: Só fazendo um comentário rápido sobre o que temos hoje. Na linha do que você estava falando mesmo. R\$ 1,5 milhão de patrimônio para a pessoa comprar o ticket desse caso de R\$ 220 mil, mas poderia ser um investimento menor, não é? Achamos que, em princípio, não era uma coisa tão, assim, difícil, tendo em vista a realidade do mercado imobiliário brasileiro. Hoje! Das grandes cidades, pelo menos.

JEMN: Não, mais a questão só que eu levanto, é a utilização da definição de investidor qualificado de uma forma genérica, já que você tem perfis distintos.

PF: Também é um ponto que temos ideia disso e esperamos, percebemos que essa discussão ainda não acabou com relação a esse aspecto. Agora, é verdade que é da tradição, não podemos negar isso... Da

regulação do mercado de capitais brasileiro, pela CVM, se pautar num valor de patrimônio, tá? Então, me parece que tendo em vista que o investidor qualificado, ele hoje é R\$ 300 mil, pode ser que ele seja R\$ 1 milhão? Eu não vejo assim com muita esperança que vá ser um valor muito diferente desse, sabe? Agora, se de patrimônio, sem descontar, por exemplo, o imóvel que a pessoa mora, que foi o que fez a SEC, ela descontou o imóvel que a pessoa mora, salvo engano, mas esse exemplo agente já... Me parece que abre o mercado de uma forma significativa para a pessoa comprar R\$ 80 mi... comprar R\$ 100 mil, sabe?

JEMN: Certo.

PF: Nesse caso R\$ 220 mil. Agora, se não há interesse do investidor de comprovar esse patrimônio, aí sim que ele teria realmente que fazer um investimento um pouco maior. Me parece que a lógica, ela está boa. Talvez tenhamos que fazer um outro ajuste aqui. Claro que vai depender realmente do colegiado ser municiado com informações consistentes o suficiente, não é? E para isso que estamos contando com esse processo...

AR: Esses são os 10%! Nós achamos que é 8% essa questão da definição do investidor credenciado, como o Professor Maury falou, e 2% da publicidade. São os últimos pequenos passos para atingir 100%.

JEMN: Agora, se não me falha a memória, só ficou faltando um item muito pequenininho, que seria a declaração do investidor, não é?

PF: Pois é, nesse caso aqui pedimos uma declaração e que os termos poderíamos discutir, é basicamente uma declaração em que ele reconhece que tem conhecimento suficiente do mercado em que ele está entrando e dos riscos. Pedimos um anexo da declaração com os 7 principais riscos... 5 principais riscos, alguma coisa assim... Que seria rubricado, de forma, assim, singela, de ter que obrigar o indivíduo a ler aquilo e depois...

JEMN: Saber que está á disposição dele o documento... Se ele não quiser ler... Problema dele!

PF: É... Nesse caso é forçando um pouco a ler, por que ele vai ter que rubricar aquilo que vai estar lá na frente dele...

JEMN: O ideal seria que ele lesse tudo!

AR: E estaria escrito também que ele tem mais de R\$ 300 mil investidos, mais R\$ 1 milhão em patrimônio.

RP: É! Exato!

PF: Aí tem a... só que aí tem a necessidade no caso dele ficar...

RP: Essa comprovação... RGI...

MB: É que o problema da comprovação é que quando você compra imóvel, e estamos falando da valorização do patrimônio hoje, das pessoas, por exemplo, de um imóvel onde eu moro, tá no meu imposto de renda o valor bem abaixo porque é valor histórico...

RP: Não, não! Pois é, mas... Não, mas isso foi levado em conta também... Não o teu custo de aquisição, seria o como vocês são do próprio ramo, não é? Qualquer um que tenha, por exemplo, um imóvel na Gávea que lá está dizendo R\$ 100 mil, ele vai...

MB: Mas aí, como é que eu faria essa analogia?

PF: Você vê que a decisão, ela não fala... Ela não fala isso.

MB: Aí supriria talvez a declaração?

RP: Pois é... Nós tentamos fazer isso. Se você observar a nossa proposta... Mas o colegiado não entendeu que a...

MB: Mas o que se fala é o seguinte: vai ter discussão, se aquilo vale realmente um milhão e pico ou só vale os 100 que está na declaração...

RP: Não, não!

???: Qual será meu parâmetro?

JEMN: Mas nisso você cria um processo burocrático...

???: E qual parâmetro? Como é que eu posso mostrar que aquele imóvel que está 100 mil vale um milhão?

PF: Eu acho que o Maury... Na minha opinião...

RP: O quanto vale o metro quadrado naquela região, e...

MB: Uma avaliação de um corretor de imóveis? Uma declaração?

RP: Não, pois é... Talvez seja vocês trazerem para nós até isso. Essa sensibilidade muito mais profunda, do que vocês têm, para que possamos, como eu falei... Olha, tentar uma...

MB: Até anúncio de jornal, põem imóvel igual...

PF: Isso não está na decisão! Nada disso! O que está na decisão é que vai se usar extrato bancário ou comprovante de imposto de...

...Varias pessoas falando...

RP: Pois é, mas talvez seja um...

PF: Ou seja, extrato bancário, declaração de imposto de renda ou escritura de imóvel, tá? Então é delicado colocarmos alguma coisa aqui de área técnica e acabar orientando o mercado. Nada disso está. Para esse caso concreto o que eu coloquei oralmente para eles eu dei esse exemplo do ITBI, falei: vai lá no ITBI que você vai ter uma ideia de metro quadrado, porque a prefeitura não está dando mole nesse aspecto, certo? Então não é o IPTU... Pode estar num valor desatualizado, por certo vai estar desatualizado no imposto de renda. Faz sentido você usar um valor desatualizado? Eu acho que não, tá? Mas isso não consta na decisão.

MB: Eu acho meio estranho também você pegar o jornal de domingo no caderno de imóveis ver lá, apartamento na Gávea, você colocou, 3 quartos, 2 suítes, num sei que... 2 vagas... R\$ 2 milhões!

JEMN: Mas o que o Paulo está alertando é de que o precedente, que existe hoje, tem determinados contornos. E este precedente fala através de comprovação do imposto de renda, através de extrato bancário, ou através do RGI. Então, o sujeito que comprou, por exemplo, eu moro no mesmo apartamento há 14 anos. O valor de aquisição que está no RGI, é o mesmo valor do imposto de renda, que não reflete o valor do imóvel. E pelo...

PF: Isso é uma verdade? É um fato!

JEMN: Isso é um fato! Mas o que o precedente diz...

PF: Está previsto aqui!

JEMN: Isso!

MB: É... Agente tem que fazer...

AR: Tem que construir isso...

MB: De repente o melhor caminho, é pagar um profissional do CRECI que faça uma avaliação. Mas aí entra outro processo...

AR: Não, mas aí é um documento só que comprova...

PF: Quer dizer... Eu acho que não vai ter uma regra escrita. Aí é um pouco daquela coisa da sabedoria dos gringos, sabe? A regra escrita é essa daqui! Se o valor está desatualizado no documento que está previsto aqui, você ainda vai precisar de um complemento. O documento que estaria previsto aqui, serviria para comprovar a propriedade do imóvel, e não o valor dele. O valor realmente deverá ser complementado. Como? Pode ser com ITBI, pode ser com uma avaliação de um corretor, pode ser com a informação que é pública dos jornais...

RP: É isso que eu estou falando... O custo da aquisição

...Varias pessoas falando...

PF: É responsável por...

RP: Para que fique notório que isso hoje é no mínimo...

MB: Se ele é quem tem o cuidado de juntar o anúncio do jornal, ou o que seja, para poder sustentar o que ele está dizendo. Eu acho que fez bem em pontuar essa ressalva. Porque isso não está colocado.

PF: É... Não está! Porque eu fico preocupado realmente que amanhã você coloca lá no teu site e todo mundo... O Reginaldo falou... Não, a interpretação da CVM é essa e...

JEMN: E, ultima pergunta antes que encerremos, porque já falta um minuto para às seis horas. Uma última pergunta, que aí eu faria pra vocês. Qual a possibilidade de que o mercado possa contar, com uma deliberação, por exemplo, por parte da CVM, para este assunto orientando a dispensa de uma forma genérica.

RP: Esse é o nosso sonho também... de consumo, não é? Esse é o nosso sonho, que à medida que tiver massa crítica, desses pedidos de dispensa, eles venham convergir, para uma mesma deliberação do colegiado, com ajustes, com relação à primeira e à segunda. E você, tendo isso, podemos propor, para verificar a aceitação, uma deliberação que determinados parâmetros, sendo observados, talvez sequer, haja pedido de dispensa à CVM ou talvez haja uma mera comunicação no início do empreendimento prévio, como existe para alguns casos na CVM aqui, só que para valores baixos, para empresa de pequeno porte, ele apenas comunica para nós.

PF: Temos 3 pedidos de dispensa, uns 50 processos de investigação... de oferta irregular...

RP: Apenas de Condo-Hotéis!

PF: E tem informação de que tem mais ou menos uns dois mil empreendimentos financiados com pool em andamento. Eu não sei se você confirma esse número...

RP: Embora acho... Imagino que haja intercessão.

PF: Entre flat...

RP: De vendas. No Brasil inteiro.

PF: No Brasil inteiro!

RP: Pegou a OLX, Bom Negócio.com e o ZAP Imóveis...

PF: O que é que você nos diria?

JEMN: Eu diria que vocês pegaram muita informação das vendas de segunda mão, ou seja, tem muito empreendimento já pronto, não é?

RP: E gente vendendo eles separadamente... Seria uma forma de transferir a sua cota.

JEMN: Sugestão! Domingo próximo, pega O Estado de São Paulo e a Folha de São Paulo, dois jornais que tem ali, bastante informação de classificados imobiliários e vocês vão se assustar com a quantidade de

imobiliária dedicadas exclusivamente a revenda de hotéis, flats e apart hotéis no Brasil, não é? É um negócio assim enorme!

PF: E você acha que menor? Maior?

JEMN: Olha... Pelo levantamento... E isso é público...

PF: Vou te fazer uma pergunta bem objetiva! Se eu sou um investidor muito interessado nesse produto. Eu estou interessado em comprar frações, cotas de SCP, unidades... Sabe? E eu estou interessado em comprar.

JEMN: Dos 422...

PF: Quantas opções eu tenho no mercado do Brasil inteiro?

JEMN: Dos 422 empreendimentos que estão em construção hoje no Brasil, que somam mais ou menos R\$ 12 bilhões, e que deverão estar prontos e concluídos, todos eles, até o ano de 2016, que esse é o levantamento que foi feito pela BSH e está disponível lá para download no nosso website, desse 422, aproximadamente 300 são Condo-hotéis...

PF: Aham! São 300, hoje então?

JEMN: 300 de 422!

PF: É por que você não coloca os flats, né?

JEMN: É que... Veja, qual que é a definição que nós damos para flat: É um empreendimento residencial... Residencial! E, portanto, não entraria dentro desta classificação de valor mobiliário, por quê? Por que o sujeito, ele não tem a obrigação de participar de pool. Ele pode morar, pode emprestar e tal...

PF: Deixa eu só te fazer um parêntese a essa definição. Nós estamos trabalhando com a definição de que se você oferta a opção, é valor mobiliário. Com base estritamente na letra da lei. Ofertar! Não é vender. Então se você chega e oferta publicamente a residência com a opção de pool, isso caracteriza um contrato de investimento coletivo. Mas ele tem a opção de residencial! Bom, aí se ele só comprou isso... Para esse cara você acabou não vendendo um valor mobiliário. Agora, para os demais... Pra quem comprou, você vendeu um valor mobiliário... Para quem assinou o segundo contrato. Então, é essa questão da opção, que já foi discutida no passado, uma opção descaracteriza se for opcional? Me parece que não descaracterizaria. E isso não é questão de rigor, sabe? Agente está preocupado em realmente ter uma... delimitar o tamanho do mercado que é que agente vai...

JEMN: Bom, esse mercado de 2000 mil empreendimentos, ele... foram um pouco mais, um pouco menos... Mas enfim, ele oferece a dimensão do volume de recursos, que investidores imobiliários, não é? Estão alocando para investimento que não é a sua própria casa. Se você for ainda somar isso, as salas comerciais, que também é um outro tipo de investimento imobiliário, você vai ver o tamanho do mercado imobiliário no que diz respeito a investimento. Consideramos o investimento coletivo naquilo

que o sujeito está compulsoriamente, está obrigado. Eu comprei uma unidade aqui, e que obrigatoriamente está fazendo parte do pool, agora, eu comprei uma unidade aqui, mas eu não quero colocar no pool... É um negócio imobiliário como qualquer outro!

PF: Tá... Independentemente dessa discussão, José Ernesto, é essa magnitude desse mercado que faz com que essa deliberação seja o nosso sonho de consumo agora.

JEMN: OK.

PF: Precisa de uma deliberação... a área técnica precisa de uma deliberação que dispense automaticamente essas ofertas sobre certas condições, que seriam basicamente essas... Uma coisa muito parecida com isso. Vocês vão dar essas informações para o investidor; o investidor é esse cara aqui!

JEMN: E o que vocês precisam para...

PF: Aí você pode vender e vocês vão usar o material publicitário de acordo lá com as regras. Vocês não precisam chegar aqui na CVM.

JEMN: E o que impulsionaria isso seriam mais casos seriam mais casos sendo apreciados pelo colegiado, é isso?

PF: O colegiado nos deu essa orientação. Que precisa ter um, estou com esperança de que com esses três consigamos apresentar uma deliberação que eu já tenho anotada lá na minha mesa. Eu não pedi a opinião de vocês sobre o assunto ainda, por que precisamos de que eles tenham um pouco mais de segurança. Talvez a segurança vá vir com o transito dessa aqui, por exemplo. E com outro caso. Mas precisamos porque, dando um exemplo muito fácil de entender, conta, quantas ofertas de ações, de ofertas registradas na CVM nos últimos dez anos, por ano. Não chega perto de 200! De 300, que é esse número que você falou. Então, se tivermos que administrar uma dispensa específica para cada caso concreto desse mercado...

JEMN: Vai ser um...

RP: Você vai ter que criar uma nova superintendência, só para isso!

JEMN: Você vai ter que criar uma nova CVM!

RP: Uma nova CVM! Ou cria mesmo a CVI, não é mesmo?

(Risos)

...Varias pessoas falando...

JEMN: Tá certo!

RP: É isso aí!

JEMN: Bom senhores! Deixe-me então agradecer o anfitrião, agradecer vocês, por ter aberto esse espaço aqui para podermos discutir esse tema. No último encontro terminou dizendo: “Bom, vamos programar o próximo!” Não sei se deveríamos programar um próximo. Gostaria de deixar como sugestão, de que uma vez que mais dois ou três casos venham a ser apreciados, que aí, instados por vocês da CVM, nós viéssemos a desenvolver uma III Mesa Redonda com objetivo específico de colaborar no novo documento... Voltar com informações que se possa... Que possa ajudar a definir o que seria um investidor credenciado...

RP: Aham!

JEMN: Ou algo desse tipo! Não sei se vocês concordam com isso, mas me parece que seria o caminho adequado.

RP: Eu acho bem razoável, porque entre a primeira e a segunda mesa redonda, que é esta, nós tivemos então, bem recentemente um caso concreto. Então, fruto dessa conversa... dessa mesa redonda, nós já divulgamos que existem outros casos na fila, bem próximos de ser submetidos a apreciação também do colegiado, e acho que uma terceira mesa com esses casos em andamento, talvez não fosse tão produtivo. Num momento seguinte certamente.

JEMN: Certo!

RP: Num momento seguinte, eu acho que sim! Talvez até instados por nós, conforme o José Ernesto falou. Provocados... Vamos tentar uma agenda, provocar vocês num sentido de um debate, e tendo algo novo. Como tínhamos...

JEMN: Claro!

RP: Com essa massa teremos algo novo sim mais para frente e condições de ter uma terceira rodada, mas o nosso sonho também é ter uma deliberação em virtude das peculiaridades do volume do negócio...

JEMN: Perfeito!

RP: Aí que só viria pra cá, no fruto de um trabalho conjunto de todos nós... Só viria para CVM, eventualmente um “enforcemnet” ou mandar uma equipe de inspetores lá para inspecionar e provavelmente por alguma demanda... Alguma informação, alguma coisa... Até porque nós ouvimos da boca de vários empreendedores desse negócio, em várias reuniões, vocês podem deduzir que tivemos de lá até cá, que é um mercado muito concorrencial também! Então, a própria saída da curva do vizinho, faz com que quem está certo... Fala: Olha... Eu estou certo! Mas eu estou sendo prejudicado por que o vizinho está fazendo errado.

AR: Eu tenho tentado lá pelo... com os executivos jurídicos, para que mais ou menos se tenha um caminho. Não um único, mas um caminho mais ou menos reto em que as pessoas podem... Reto! Eu vou aqui! Aqui! Aqui! Mas também não tenho uma aqui um aqui um aqui... Um lá, acolá...

RP: É...

AR: Até para não criar diversos cenários, porque posso garantir que eu vou colocar pra vocês aí, um padrão de dispensa... De dispensa complementando os pedidos que eu tenho, mais um de abertura de fundo para agente começar a ensaiar como é que funcionaria um fundo para esse negócio específico, e talvez mais um ou outro modelo, até esse ponto para tratar esse assunto nos próximos dias. Vamos gerar massa crítica!

JEMN: Muito bem!

PF: Então gente, obrigado!

JEMN: Eu agradeço a todos!

RP: José Ernesto, e a todos os que compareceram a essa mesa redonda!