

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

Local: FGV, Praia de Botafogo, RJ

Data: 01.12.2016

Participantes:

- Jose Ernesto Marino Neto (FGV);
- Alexandre Tadeu Navarro (SINDUSCON-SP);
- Pablo Renteria (CVM);
- Dov Rawet (CVM);
- João Vargas (CVM);
- Antonio Ricardo (ADEMI-RJ);
- Rodrigo Cury Bicalho (SECOVI-SP);
- Reinaldo Lacerda (ANBIMA);
- Gustavo Gonzalez (FOHB);
- Paulo Augusto Mendonça (CEU);
- Rafael Bussière (Marriott);
- Mukesh Chandra (InnVestidor);



Foto tirada ao final do evento. Antonio Ricardo e Mukesh Chandra audentaram-se antes do término. Legenda da esquerda para a direita.

Em pé: Dov Rawet, Rafael Bussiere, Alexandre Tadeu Navarro, Pablo Renteria, João Vargas e José Ernesto Marino Neto.

Sentados: Rodrigo Bicalho, Reinaldo Lacerda, Paulo Augusto Mendonça e Gustavo Gonzalez

JOSÉ ERNESTO: Senhores, boa tarde.

Daremos início à V Mesa Redonda organizada sob os auspícios da FGV sobre Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais e a única coisa que vou pedir a todos é que, antes de falarem, para facilitar a vida dos que trabalharão nas transcrições deste evento, que digam primeiro seu nome. E, para começarmos os trabalhos, peço que cada um faça uma breve apresentação pessoal.

Na sequência colocaremos a minuta da Instrução Normativa que se acha em audiência pública como a única pauta dos debates.

Vou pedir para o Pablo começar. Pablo, por favor, se puder se apresentar.

PABLO: Eu me apresento, sou Pablo Renteria, diretor da CVM.

RAFAEL: Sou Rafael Bussière, sou do Campos Mello Advogados e estou aqui a convite da FGV.

ALEXANDRE: Sou Alexandre Tadeu, representando o SINDUSCON-SP.

RODRIGO: Sou Rodrigo Bicalho. Estou aqui representando o SECOVI-SP.

DOV: Sou Dov Rawet, superintendente de registros da CVM.

JOÃO: Sou João Vargas, analista da área de Desenvolvimento de Mercados da CVM.

REINALDO: Sou Reinaldo Lacerda, diretor do Banco Votorantim, e represento a ANBIMA. Sou responsável pelo Comitê dos Fundos Imobiliários da ANBIMA.

PAULO: Paulo Mendonça, Centro de Extensão Universitária e Tozzini Freire Advogados.

GUSTAVO: Sou Gustavo Gonzalez, advogado e estou aqui representando o Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil (FOHB).

JOSÉ ERNESTO: Bom, sou José Ernesto Marino Neto, sou professor aqui da fundação, vou ter o prazer de moderar essa mesa redonda com vocês.

Antes de iniciarmos discussões sobre a pauta gostaria de comentar que fui almoçar com o Prof. Luiz Gustavo Barbosa e neste almoço fizemos uma análise conjunta sobre financiamentos para o turismo, para a indústria hoteleira, conversamos sobre a situação econômica nacional e de certa forma chegamos a um consenso. Hoje a nossa estrutura econômica está tão amarrada, de certa forma tão deteriorada, que ela impede que o Estado faça novos investimentos. Analisando o orçamento da União Federal percebemos que apenas 3 (três) titulações consomem cerca de 75% dos recursos: amortização e juros da dívida, Previdência e repasses a Municípios e Estados. Então, na prática, apenas 25% dos recursos da União Federal estão destinados à saúde, à educação, ao transporte, à defesa, à segurança, ao pagamento do funcionalismo público e, obviamente, ainda que paguemos montanhas de tributos, sobre muito pouco para investimentos.

E a nossa legislação, ao longo das últimas décadas, fez com que os investimentos públicos ficassem cada vez mais travados. Um dos estudos que foram feitos aqui na escola, mostram que um ciclo de um viaduto aqui no Brasil demanda 9 (nove) anos. Entre o momento que ele é planejado até o momento que ele é executado, na média. E um ciclo de um viaduto nos Estados Unidos, demanda cerca de 11 (onze) meses.

Qual que foi a conclusão a que chegamos? A incapacidade do Estado de fazer investimentos em infraestrutura não irá permitir que a iniciativa privada coloque mais bens e serviços à disposição da população e, por consequência, os juros tenderão a continuar altos com o objetivo sempre de controlar a demanda e manter a inflação em patamar aceitável. Dentro deste cenário, sem financiamento adequado para o turismo e, principalmente para a hotelaria, é que a hotelaria continue se financiando por este instrumento privado, por este veículo de financiamento que é o Condo-Hotel.

Então, acho que a responsabilidade que os senhores da CVM têm nas mãos é muito grande e acredito também que, do nosso lado, a responsabilidade é grande para dividir conhecimento, uma vez que a regulação saia da forma mais positiva. Afinal, é função da CVM propugnar pelo desenvolvimento do mercado de forma sadia.

Portanto, agradeço a presença de todos vocês.

Proponho seguirmos a minuta da Instrução Normativa.

O primeiro ponto é o sistema registrário. Até o momento o Condo-Hotel foi tratado pela CVM através da dispensa de registro. A Deliberação 734 veio a consolidar jurisprudência dos 11 (onze) primeiros casos votados pelo colegiado e todos eles seguiram o caminho da dispensa. Então gostaria de colocar a palavra em circulação sobre esse ponto.

PAULO: Sobre a decisão de registrar, entendo um pouco a preocupação da CVM, já que a dispensa tem sido precedida de um processo que muito similar a um processo de análise de registro...

GUSTAVO: Eu acredito que o processo de amadurecimento que resultou na Deliberação 734 poderia ter continuado pelo caminho da dispensa automática de registro. Parece-me inclusive, Dov, um ponto de consistência. Por exemplo, vamos pegar o que diz a minuta de Instrução sobre material publicitário. Na minuta submetida à audiência pública, não há obrigação de apresentação de material publicitário. Há dispensa de apresentação, mas a CVM pode atuar a posteriori, de acordo com o comportamento do mercado.

Em termos de coerência estrutural, entendo que faria mais sentido seguir essa lógica para todo o processo, mantendo o regime da dispensa automática. Sei que existe um pouco de dificuldade em lidar com dispensa de registro, especialmente quando o produto é novo. Mas esse parece ser, de fato, o racional de certas partes do documento submetido à audiência, que parecem conduzir à conclusão diferente, não pelo registro, mas pela dispensa do registro. Por exemplo, o edital fala em coerência regulatória e isonomia, que a meu ver podem justificar a formalização de um regime jurídico específico para este tipo de produto que está sendo regulado. A minha impressão, em

termos de opção regulatória, é que talvez fizesse mais sentido, inclusive com base nos argumentos utilizados na minuta para defender a opção pelo registro, concluir que o melhor modelo seria a dispensa de registro.

Sem querer antecipar outras discussões que teremos durante a tarde, mas dando um teaser aqui, acho que em termos de estrutura, a minuta de regra submetida à audiência pública acabou ficando no meio do caminho entre uma regra que cria um regime de registro e uma regra que estabelece critérios para dispensa de registro. Isto porque a regra proposta, em larga medida, parte da deliberação existente, que é regra de dispensa de registro e nela incorpora um pouco do procedimental típico de um processo de registro: apresentação à CVM das minutas dos documentos que serão usados na oferta, seguido do recebimento de ofício de exigências, cumprimento de exigências, culminando com o deferimento (ou o indeferimento) do registro. Parece-me aqui que se a opção for de fato pelo registro, acho que a gente pode discutir ao longo da sessão com um pouco mais de detalhe, mas se a opção for mesmo pelo registro, a regra deveria ser um pouco mais detalhada, para criar um regime coerente, com dispositivos que conversem entre si. Eu fico preocupado se a minuta submetida à audiência pública, da forma que foi colocada, não acaba criando alguns problemas não antecipados.

PABLO: Como por exemplo?

GUSTAVO: Como por exemplo, a coexistência das diferentes hipóteses de ofertas dispensadas de registro. Como essas dispensas funcionam?

Acho que a minuta de instrução estabeleceu um processo de registro muito focado em uma oferta primária, coordenada pelo incorporador e pelo operador do negócio.

A própria realização de uma oferta é secundária, se fosse levada o registro eu acho que as exigências que foram formuladas aqui são as exigências que não são tão triviais de serem cumpridas quando o ofertante não for o incorporador em conjunto com o operador hoteleiro.

Outro ponto que não ficou muito claro para mim é o momento pré-registro. Uma diferença que eu vejo na minuta em relação à Instrução 400 é que a regra existente prevê a possibilidade de coleta de intenções de investimento antes mesmo do registro, o chamado pilot fishing. Eu não me lembro de cabeça o artigo da 400, mas você pode sondar o mercado sobre o interesse no ativo que será ofertado antes mesmo do registro da oferta. No caso dos condo-hotéis, especialmente considerando a natureza do ativo ofertado, eu acho que se a opção for mesmo pelo registro a regra deveria contemplar um mecanismo similar ao que temos na Instrução 400.

Nesse sentido, eu tenho dúvidas de como a regra funcionaria no caso de uma oferta secundária que fosse levada a registro. Eu acho que as exigências previstas na regra não são facilmente cumpridas quando o ofertante não for o incorporador atuando em conjunto com o operador hoteleiro.

Enfim, acho que temos uma série de pontos para amadurecer. Outra questão que me parece relevante é a responsabilidade do ofertante. Eu acho que a regra proposta ficou muito focada na

responsabilidade do ofertante em uma oferta primária na qual os ofertantes são esses dois players atuando em conjunto. Acho que o caminho natural aqui quando for se pensar em responsabilidade em uma oferta de distribuição seria pensar na 400, que tem um regime muito específico, onde ofertante possui uma responsabilidade objetiva pelo conteúdo da oferta e o intermediário tem um regime de responsabilidade com due diligence defense. Em resumo, eu acho que há uma série de perguntas que se colocam na mesa no cenário de registro e que precisam ser melhores endereçadas, caso seja essa mesmo a opção da CVM.

PAULO: Nessa mesma linha, na questão de registro, na verdade me recordo de uma conversa que tive com o Pablo naquele evento na Saint Paul Achool, quando foi a última vez que conversamos. Lembro-me de que, nessa época, chegamos à questão do registro, ainda não estava totalmente fechada, e uma ponderação que fiz na época foi entre a possibilidade de se fazer um registro dentro de um regime um pouco mais rigoroso e mais interventivo e do outro lado uma possibilidade de ter uma dispensa automática considerando algumas coisas. Primeiro, as peculiaridades do mercado, segundo a massa crítica que já havia sido formada e que já estava relativamente bem mapeada com os casos que já havia sido apreciado com o colegiado até a edição da deliberação, que já de alguma maneira colocaram um trilho bastante claro para os caminhos que o mercado deveria seguir, segundo o entendimento da CVM e que também não podemos deixar de considerar, até um pouco que nós estávamos conversando um pouco mais cedo, a questão da escassez dos recursos. Então você vê, vai empregar recursos que já são escassos para avaliar e deferir ou não o registro e isso vai de alguma forma também demandar mão-de-obra e recursos que podem ser empregados de outra maneira em outras áreas que talvez tenham maiores preocupações do ponto de vista da legislação do mercado de capitais.

Então, fazendo essas ponderações e agora analisando a minuta da Instrução Normativa ainda continuo com a impressão muito semelhante com a que tive anteriormente de que o mercado já de alguma maneira estava bastante direcionado com a deliberação, com algumas deficiências, mas ela já havia estabelecido um regime bastante bem sucedido e que funcionou muito bem no entendimento dos agentes de mercado e que talvez com um ou outro ajuste pudesse melhorar os aspectos e algumas lacunas que ainda existiam. Mas que, eventualmente, não demandariam um ajuste tão substancial como é uma nova Instrução Normativa, que vai demandar um novo processo e um novo período de adaptação do mercado, de que agora estamos passando de um regime para o outro e, inevitavelmente, por mais que nós escutamos durante esse período de consulta pública todas as dúvidas que o mercado tenha algum entendimento, existem alguns aspectos práticos que só ficam claros no dia-a-dia. Então também vai ter este custo social de adaptação do mercado.

É obvio que não é uma consideração definitiva, mas é uma impressão com base naquilo que eu tenho visto ao longo desse período. Obviamente, como não cheguei a me aproximar daquilo que a CVM considerou para poder fazer essa Instrução Normativa, também queria ouvir de vocês quais foram os outros aspectos que vocês consideraram para chegar a essa conclusão e...

JOSÉ ERNESTO: Antes disso, deixe-me fazer dois comentários.

A idéia da auto-declaração com registro sem a intervenção da CVM é uma ideia que já circulou nas Mesas Redondas anteriores e pelo que me recorde, de certa forma, havia um consenso de que o mercado ainda não tinha consciência efetiva do condo-hotel como valor mobiliário e a necessidade desta regulação até como um processo educativo.

Pelo que me recorde, por favor, corrijam-me se estiver errado, havia entendido que havia certo consenso de que era importante ter um período de regulação um pouco mais forte, até para ser mais educativo, permitindo ao mercado evoluir e, em segundo momento, introduzindo-se o sistema registrário com auto-declaração.

É uma provocação...

GUSTAVO: Fico só na dúvida...

JOSÉ ERNESTO: Só queria lembrar que estamos em uma universidade e aqui as ideias são livres.

GUSTAVO: Concordo com a preocupação do produto ser novo... melhor dizendo, não do produto ser novo, mas do fato de que a oferta desse produto ser entendida como uma oferta de valor mobiliário ser algo relativamente novo. Entendo a preocupação da CVM. Mas ainda assim fico preocupado com a opção do registro. Fico na dúvida se ela realmente consegue funcionar como uma solução transitória. Opta-se agora pelo modelo de registro, acumula-se experiência para eventualmente e depois mudarmos para um processo de dispensa de registro? Veja, não tenho dúvida de que ainda é um mercado que está amadurecendo. Têm surgido muitas questões e outras questões irão surgir na CVM e serão levadas ao colegiado. Fico na dúvida se a opção pelo registro agora pode permitir o acúmulo de massa crítica para um processo que culmine, no final, com a migração para um regime de dispensa automática.

RODRIGO: Acho muito interessante essa colocação e é muito válido, entretanto, acho que o mercado não está maduro ainda para uma dispensa automática.

Nós temos perfis de empreendedores, ao longo do Brasil como um todo. Muitos ainda não estão participando ativamente deste debate e não conhecem, nem os seus assessores, o funcionamento do condo-hotel como um ciclo. E acho que se houver esta dispensa automática, nós iremos ter produtos inadequados e por consequência nós vamos ter um grande número de suspensões de ofertas, por conta da CVM e isso pode trazer até que esses produtos tenham uma maior maturidade podem trazer um tumulto maior, maior segurança e até mesmo talvez uma situação concorrencial e que não seja saudável. Aquele que se preocupa em cumprir todos os requisitos, eventualmente compita com alguém que lance com má fé ou não, com propaganda muito agressiva, sem os requisitos todos de informação necessária e isso na verdade desregula o mercado que acho que, ainda precisa aprender bastante sobre essas características novas.

JOSÉ ERNESTO: Rafael, quer fazer um comentário?

RAFAEL: Quero. No meu dia-a-dia, atuando para as operadoras hoteleiras internacionais, quanto mais regulação e definição de responsabilidades melhor. Podemos verificar que está muito clara

nesta proposta a definição da responsabilidade da operadora, qual a responsabilidade da incorporadora, tudo a constar bem definido no prospecto da oferta (que não é mais um prospecto resumido). Com relação à fase operacional, as responsabilidades da operadora na proposta sob consulta ratificou as obrigações que já estavam na Deliberação 734, o que já estava dentro do escopo das operadoras hoteleiras. Por outro lado, pensando na perspectiva dos incorporadores, não sei se deveríamos explorar mais a possibilidade de dispensa automática quando o mercado já estiver maduro. Qual seria o momento de ir para dispensa automática? Tudo isso por conta de custo. Não tem nenhum incorporador aqui presente, mas acho que a margem de lucro dos incorporadores atualmente já é pequena. Recursos para financiamento estão muito escassos e a margem do incorporador... Não estamos falando apenas de empreendimentos hoteleiros desenvolvidos aqui no Rio ou em São Paulo capital, temos que pensar também nos empreendimentos lançados em cidades satélites ou lugares mais remotos, em expansão. A margem deles é muito pequena enquanto a responsabilidade imensa, atribuída pela lei de incorporação imobiliária, como vocês já colocaram. Em resumo, acho muito importante a publicação de Instrução específica. Acho inclusive, que a proposta está muito melhor do que a própria Deliberação, o que já era de se esperar. Achei o trabalho excelente, mas temos que tomar um pouco de cuidado com a questão dos custos, para não onerar muito o incorporador e impedir o desenvolvimento deste mercado.

JOSÉ ERNESTO: Deixe-me fazer uma pergunta... O custo na dispensa automática ou nesse processo registrário ou obedecendo a Deliberação 734, a mim me parece que o custo é muito similar.

RAFAEL: Mas tem a taxa de fiscalização, porque o recall é feito no registro. O efeito do registro é a taxa de fiscalização. Eu não sei se de repente em uma dispensa automática não teria taxa ou seria cobrada uma multa...

PABLO: Não teria taxa.

RAFAEL: É não teria taxa, então de repente pesaria na multa que é até aqui um dos casos que o Gustavo mencionou que tem uma dispensa automática de registro e fiscalização a posteriori e não a priori.

PAULO: Há um aspecto importante a ser esclarecido que é o seguinte: desde o momento em que a CVM passou a atuar neste mercado, sem dúvida você nota que existe um amadurecimento existencial. O mercado em uma comparação ao que ele era em 2012 e em 2013 para o mercado atual, houve um progresso muito grande, e acho que a atuação da CVM coibiu a ação de diversos *players* que prejudicaram o mercado e causavam um prejuízo social muito grande, por diversas razões, e acho que isso foi de alguma forma corrigida. Vejo tanto entre os incorporadores, investidores, talvez o lado dos investidores ainda seja aquele que você tenha uma maior penumbra que não consegue ter... Talvez o Ernesto tenha essas informações, mas a minha é que você ainda não tem clareza total de qual é o perfil deste investidor e de que maneira ele atua. Mas, eu acho que para todos os *players* deste mercado, a atuação da CVM foi extremamente favorável e o mercado amadureceu.

A minha dúvida, novamente voltando àquela ponderação inicial é se já há amadurecimento suficiente para um regime de dispensa automática ou se é realmente necessário um regime de registro.

Acho como o Gustavo colocou aqui, também é uma dúvida, se um regime de registro seria um caminho para uma regulação mais light no futuro ou seria um caminho definitivo como acontece em diversos outros mercados que você tem um registro e ninguém mais considera ter uma dispensa, né então é.

PABLO: Complementem-me, corrijam-me o que acontece. Não temos nenhuma objeção conceitual à dispensa automática de registro. Não, de certa maneira, até por questão de alocação de recursos, é melhor e nos permite liberar braços para outras coisas, dar mais liberdade aos participantes do mercado. Então, se você pensasse em termos ideais, faz sentido ter uma dispensa automática de registro. Mas, temos que pensar que a partir do momento que isso foi considerado um valor mobiliário, e isso são discussões de águas passadas, tornou-se uma responsabilidade nossa. Fiscalizar esse mercado, fazer com que ele ocorra de maneira ordenada e de acordo com as regras, passou a ser problema nosso e se tiver algum problema no mercado isso é a nossa responsabilidade, a nossa imagem que está envolvida.

Em relação ao registro, hoje, sendo sincero, se olharmos a qualidade do material que nos chega, para o pedido de dispensa de registro tem muitos problemas. Então assim, fazendo uma anedota assim, já tivemos pedidos que vem com uma taxa interna de retorno positiva e depois da revisão virou negativa porque estava muito mal feito.

Então, de maneira geral, percebemos que o material que chega não está bom. Quando você pensa em partir para uma dispensa automática de registro e que a CVM vai olhar antes de ele ir ao mercado e o esforço de venda começar, não nos parece que chegamos justamente nesse momento de maturidade tendo em vista o que está acontecendo. Não é uma tomada de posição teórica, conceitual e de princípios não. Pelo menos tendo em vista o que tem chegado a nós parece que ainda temos um período para amadurecermos. Assim, se chegarmos a um ponto de que o material está vindo com uma qualidade boa, que os ajustes são mínimos, ganhamos a possibilidade de pensar na dispensa automática.

Então, acho particularmente que é um caminho, não vejo isso como uma resposta definitiva, e que não é lei e quando fazemos uma lei temos que pensar que ela vai durar décadas porque é difícil alterar uma lei. Mas regulação tem justamente essa característica, ela é dinâmica. Então podemos rever isso quando acharmos que é o caso. Não tem nem prazo para ver isso acontecer. Então pensamos que partir para dispensa automática, tendo em vista a nossa experiência prática de quem está revendo os processos, seria um passo muito ousado. Aí o que procuramos fazer, procuramos conservar a dinâmica atual, não diria que estamos mudando o processo que é hoje, porque, na verdade, pela Deliberação você faz todo o processo e ao final vem a dispensa do registro. Agora, você vai fazer todo o processo e, a meu ver, disciplinamos melhor. Antes não tinha prazo para a área dar registro, não tinha prazo para dar ofício de exigência, responder o ofício de exigência. E aquilo ficava meio que no limbo. Não tinha normatização. Agora, tem-se prazo para

tudo. Então, acho que dá mais previsibilidade para quem vai pedir o registro, de como ou quanto tempo vai demorar, etc.

Tentamos trabalhar, na verdade, reconhecendo que isso traz custo. Tentamos trabalhar nas hipóteses de dispensa automática, que é uma novidade. Hoje pela Deliberação não importa se é primária ou secundária, se você está vendendo metade do hotel um terço ou dez por cento. Você tem sempre que ir à CVM submeter todo o rito de análise de aprovação.

Então de fato, acho esse comentário que até o Otávio Yazbek fez quando eu estive a última vez com ele. Pode parecer que fomos para um lado e fomos para o outro. Fomos para o registro e ao mesmo tempo dispensou o registro. Fomos para o registro, mas o material publicitário não foi analisado pela CVM. Isso na verdade é um esforço de acomodação. Talvez assim, se tivéssemos uma análise acadêmica, poderia criticar a coerência desses movimentos que vão um pouco para cada lado, mas foi realmente um espírito muito pragmático, entendeu?

Então, o que daria agilizar... Pensamos em manter a dispensa de registro, mas temos dificuldade de justificar isso.

Assim, você faz todo trabalho de análise para depois dispensar o registro? É... Faço questão de dizermos que não fica com a taxa de fiscalização, para ninguém achar que estamos fazendo isso para enriquecimento, que estamos querendo aumentar o orçamento porque não é verdade. Não controlamos a nossa arrecadação.

Então, não conseguimos explicar, especialmente se chegar algum órgão de controle. Por que vocês cobram de todo mundo um registro e aqui vocês decidiram oferecer uma isenção fiscal? Ou seja, teríamos dificuldade de dizer o porquê nesse caso. Então, inclusive por conta disso, olhamos e decidimos: é registro! Sei que isso faz incidir a taxa de fiscalização. Isso é um ponto que nos preocupa. Gostaríamos de ouvir qual vai ser o impacto disso na atividade de vocês.

Tem aqui uma regra que vai entrar em vigor em algum momento. Tem que pensar quando ela vai entrar, quando que vai dar essa mudança, mas manter o modelo atual não conseguimos justificar. Mas a dispensa automática eu acho que a gente tem que... e destacamos isso no edital, que é o momento de tentarmos aperfeiçoar. Será que essas hipóteses que criamos são suficientes? Tem que alargar? Tem que diminuir?

E sobre o que o Gustavo falou, das ofertas secundárias e quando não é o incorporador e é outra pessoa, devo dizer com a maior simplicidade de que tivemos grande dificuldade de tratar este assunto.

DOV: O momento é esse.

PABLO: Sentimo-nos obrigados a tratar disso, antecipando certamente sobre o que vai ocorrer, mas a nossa experiência... é muito mais fácil você fazer alguma coisa com base em experiência prévia, do que se antecipar de uma experiência de que não tenha.

RAFAEL: Claro.

PABLO: A nossa experiência, por enquanto, é receber pedido de registro de incorporador junto com a operadora hoteleira, então assim... Sabemos que pode vir no futuro algo diferente disso... mas tivemos realmente dificuldade de saber qual seria a diferença e o que deveríamos fazer diferente nesses casos. Então, acho que a Audiência Pública vai nos ajudar a identificar coisas que não temos experiência ainda e que temos que prever e incluir na regra.

JOSÉ ERNESTO: Uma pergunta. Poderia haver uma taxa de fiscalização diferenciada, uma vez que é um produto com volume de recursos inferior, aquilo que usualmente acontece no mercado de capitais de uma forma genérica?

PABLO: Alteração legislativa.

DOV: É teria que ter uma alteração legislativa.

PABLO: Ou pelo menos uma alteração via decreto para reduzir o percentual que não depende da gente. Ai é o decreto presidencial. A taxa de fato eu acho que é uma taxa elevada, porque, é contrato de investimento coletivo.

JOSE ERNESTO: Mas ela tem um limite né? Não chega a R\$ 80.000 (Oitenta mil reais) no máximo?

DOV: R\$ 283.000 (duzentos e oitenta e três mil) eram R\$ 83.000 (oitenta e três mil reais).

-Várias pessoas falando-

REINALDO: Foi perguntado do efeito dessa taxa né, eu entendo as dificuldades que a CVM enfrenta, mas digo que mesmo no mercado de capitais hoje, às vezes se pensam duas vezes em fazer uma oferta por causa dos custos envolvidos, e a taxa é um deles. A taxa, o advogado, todos os prestadores de serviço para colocar a oferta no ar, eu não estou nem falando depois, nem...

JOSE ERNESTO: Isso.

REINALDO: Eu não estou nem falando do custo de capital. Então, mesmo no mercado de capitais hoje, no fundo imobiliário para a oferta de alguma coisa, às vezes se pensa duas vezes, se vai fazer uma 476 ou uma 400, porque ela pesa no custo. Aqui eu acho que pesa mais ainda.

Eu sou lá da Votorantim, nós temos uma empresa, o Banco Votorantim tem uma empresa imobiliária que investe em empreendimentos imobiliários, que participa às vezes de Condo-Hotel, às vezes de empreendimentos de edifícios corporativos e os custos estão explodindo em todos os lados, então esse é mais um dos que impacta pesado.

RAFAEL: E em um mercado que não está favorável.

-Várias pessoas falando-

RAFAEL: Um mercado que nunca passou por uma fase tão ruim.

DOV: Só complementando o Pablo.

Sem dúvida a motivação principal para essa questão do registro o Pablo já comentou. Realmente talvez hoje está acontecendo seja essa falta de simetria entre todas as ofertas que são registradas e que, em consequência pagam taxas e esse valor mobiliário específico aqui que está tendo uma dispensa quando o trabalho de análise é similar ou até maior. Não vou nem dizer que é similar; às vezes é até maior. Porque realmente o mercado ainda não está maduro. É muito bom termos essa percepção quando estamos analisando que ao longo desses poucos anos já vem melhorando o que vem chegando, mas ainda está longe, e não vou nem dizer do ideal, mas de um patamar que consideramos confortável para pensarmos em alternativa mais leve, nesse sentido. Ainda não estamos nesse estágio. Mas de qualquer maneira é muito satisfatório ver de vocês que vocês também têm essa percepção.

Voltando à questão do registro, claramente não faz sentido e só para vocês terem uma noção da SRE a nossa superintendência cuida da supervisão basicamente das ofertas públicas, de todos os valores mobiliários e chegamos a um ponto que Condo-Hotel chegou a ser metade dos processos de toda a área, tanto na parte registrária, no caso das dispensas, quanto na parte de “enforcement”. Eu diria até que na parte de “enforcement”, Condo-Hotel, sem dúvida, ainda é um percentual muito grande, eu diria que é mais de 50%, que se aproxima a dois terços dos processos. Ou seja, só mostrando assim é um valor mobiliário que hoje tem essa dispensa, mas que na prática nos dá um trabalho. Para o regulador de mercados capitais, para o órgão que olha as ofertas públicas e aquela área que olha as ofertas públicas, metade do trabalho está sendo Condo-Hotel.

Então realmente, quando olhamos desse aspecto fica muito difícil como o Pablo colocou, de justificar. Acho que tem um sistema positivo apesar dos custos, sem dúvida não se discute é um custo que hoje não existe mas que vai existir.

Fazendo a ressalva que o Pablo já fez, que não vai para a CVM a receita das taxas, mas para o caixa da União.

DOV: Básico é você começar uma análise. Entendemos que um registro traz pagamento de taxa de fiscalização. Tem esse ônus, mas por outro lado é uma barreira de entrada. Acreditamos que iremos filtrar coisas como essa que de graça vem. Acho que a CVM até em outro aspecto é bem diferente do judiciário, onde tudo tem custo e tudo você tem que pagar para discutir, a arbitragem nem se fala isso. A CVM não, uma reclamação de investidor, uma reclamação de qualquer coisa é de graça.

Mas isso também, acho que é uma externalidade sinceramente positiva para o mercado. Acho que é mais um filtro que evitaria coisas que não tem que vir a mercado. Não somente no mercado imobiliário, mas também no mercado hoteleiro.

Outra questão também, que eu queria mencionar, sendo realista, eu concordo com o Pablo em relação a sua pergunta Gustavo. Não, não é definitivo. Óbvio que não é definitivo.

Assim sendo realista também, e isso é um tipo de discussão que temos na CVM, em relação às outras ofertas mobiliárias que também são registros. E você dizer, mas as ofertas de ações não estão maduras para migrar para um processo mais solto, vamos dizer assim. Eu acho que a CVM ainda não chegou a esse ponto, também por conta da realidade, também por causa de oferta de ações, ofertas de fundos, ofertas de valores mobiliários clássicos, eu vou chamar assim, a gente precisa desses processos registrários que nessas ofertas, com toda a maturidade que seja, vêm coisas que não estão adequadas, vêm coisas que não são assim, que o trabalho da CVM é útil nesse sentido.

Já houve um avanço, digamos assim, de algumas coisas se soltarem mais. Sim, mas até o real começo da 476, mas 476 foi um entendimento derivado não só da escassez de recursos da CVM, não só da CVM, mas de vários outros órgãos da administração pública. Convivemos com esse problema todos os dias, mas também porque algumas ofertas realmente pensando no custo benefício. Também podemos, e realmente pensando no custo benefício, nessa parte da elaboração da Instrução 476 eu nem participei, mas acho que, apesar de ter certa angústia, certa ansiedade, demos este passo.

Então 476, só pra quem não está habituado, nos valores mobiliários em geral, são aquelas ofertas com público diferenciado, hoje em dia apenas investidores profissionais, ou seja, mas em função de determinadas características essas ofertas foi concedida uma dispensa automática. Então, não pagam a taxa de fiscalização, não.

Acho que o Condo-Hotel, sinceramente, acho que ainda está muito longe dessa realidade. Mas sendo otimista, espero que eventualmente vá chegar a um momento que a gente vai chegar neste estágio. Mas hoje como o Pablo comentou, no nosso dia-a-dia, na nossa realidade, chega a ser um passo temerário.

GUSTAVO: Deixe-me fazer uma pergunta para você Dov e para o Pablo.

Duas discussões caminhavam paralelo; uma relacionada a registro e dispensa de registro. Outra, relacionada aos destinatários da oferta. Pode-se limitar o tipo de produto que pode ser ofertado ou o tipo de investidor que pode acessar determinado tipo de produto. Acho que a opção para audiência pública foi a mais conservadora nas duas discussões, ou seja, oferta com registro e ainda assim limitada a um público restrito.

Se vocês pudessem explorar as razões que levaram vocês a essas decisões, falar um pouco mais sobre como foi a discussão na CVM, ou até se a CVM cogitou e ainda cogita, por exemplo, modular aqui o registro para uma oferta com um público maior e talvez uma dispensa de registro com um processo diferenciado para investidor qualificado. Gostaria que vocês pudessem falar um pouco sobre isso.

PAULO: Deixe-me acrescentar ao o que o Gustavo falou. É um ponto importante para se avaliar, quando falamos do investidor, da viúva ou do investidor do mercado imobiliário ou até mesmo do investidor do mercado financeiro mais clássico. Vocês chegaram a fazer algum mapeamento sobre

o perfil deste investidor? De que maneira que este mercado de Condo-hotel se enquadra nisso ou é algo que vocês esperam apurar durante este processo de consulta?

Até verifiquei que algumas informações que aqui na justificativa da consulta pública, vocês colocam se ele está especialmente interessado a entender este prazo, esse valor, esse percentual.

E que medida vocês olharam para os aspectos concretos do mercado ou em que medida vocês esperam receber informações em relação a isso durante o processo de consulta pública?

ALEXANDRE: Por favor, um complemento também. Parece que há um ponto que não foi resolvido nesse encaminhamento de proposta. É o efeito prático no mercado. Ao tirar aquele limite que existia por oferta/unidade, de R\$ 300.000,00, dá a impressão de que a perspectiva de resolver o desalinhamento dos vários mercados que tem ao longo do país, em termos de preço final para o investidor estaria resolvida, mas não está. Porque o custo do processo como um todo não é só a taxa da CVM. A taxa é um peso a mais. Só que é um mecanismo enorme para um empreendimento imobiliário que, a rigor, não teria esse custo passa a ter. Um empreendimento em São Paulo pode até suportar um custo deste, mas a tendência é que esta burocratização imperativa para todos, como passa a ser, vai acabar gerando um custo muito maior, exatamente nos mercados que tem mais dificuldade de captação, que são os mercados mais distantes dos grandes centros. Talvez esse modelo de registro obrigatório vai fulminar o crescimento da hotelaria nos mercados menores. Acho que deve ser discutido de maneira prática e não no olhar estritamente legal e regulatório. Não vai haver investidor, não vai haver empreendimento.

JOSÉ ERNESTO: Posso oferecer um testemunho profissional, do que vimos observando ao longo dos últimos 18 (dezoito) meses?

Empreendimentos menores, em cidades secundárias ou até em cidades terciárias, os incorporadores têm procurado desenvolver esforços para juntar alguns investidores e implantar um empreendimento. Pela dificuldade de criar um negócio pequeno, estão tentando partir para outra estratégia. Usualmente tentam juntar as quatro ou cinco maiores fortunas da cidade e em quatro ou cinco investidores ficam donos do hotel. Obviamente que isso é um empecilho o desenvolvimento do negócio hoteleiro, porque, enfim(...) inclusive essas culturas estão até desaparecendo ultimamente. Lamentavelmente pela situação econômica do país. Então, isso é um fato, por isso que eu havia feito a pergunta se era possível ter uma taxa de fiscalização diferenciada.

ALEXANDRE: E é a própria antítese da democratização do mercado, você vai criar modelos que só vão ser viáveis para os investidores de sempre.

JOSÉ ERNESTO: E o que pode acontecer, que de certa forma também já vemos, são pequenos incorporadores, pequenos construtores criando formas de burlar a lei, fazendo vendas ao pé do ouvido, mas que seriam ao final das contas uma oferta pública no clube da cidade, do lado da prefeitura, sempre com conversa ao pé do ouvido de boca em boca...

ALEXANDRE: Sendo prático é o que vai acontecer.

RODRIGO: Acho que o Tadeu colocou um aspecto muito importante para trazer um pouco a questão de realidade do mercado, realidade do tipo do produto e mercados diferentes que existem no país.

Acho que nós estamos fazendo um grande esforço, dentro daquela linha que o José Ernesto falou de termos aquela responsabilidade, claro que a CVM é quem dá a última palavra aqui...

Se nós pensarmos, e acho que realmente não existe maturidade no mercado ainda para você ter uma dispensa automática de registro, mas por outro lado, é inegável que esta taxa com este teto pensada para um IPO impacta enormemente o empreendimento de um hotel que vai ser lançado ali na esquina de cidade secundária, o que demandaria como o José Ernesto falou que está fora do alcance aqui nosso, mas talvez valesse o esforço pela dificuldade atual de uma taxa especial que fosse menos limitadora.

Agora, agregar estes custos da taxa o assessoramento jurídico, de todos os assessores e documentação necessária para a CVM somada ai, já entrando no que o Gustavo falou como já colocou uns exemplos e antecipou que os destinatários da oferta precisam ter valores mínimos, essa combinação desse custo mais o mercado tão reduzido principalmente do interior, para alguém que tenha um milhão de reais comprováveis. Nós talvez estejamos matando o produto para grande parte do país, justamente aqueles que têm uma demanda maior de oferta de produtos. Tenha que talvez achar outra solução.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Vou fazer uma pergunta prática para os nossos amigos reguladores.

Existe alguma alternativa, alguma possibilidade de ter alguma flexibilização ou isso é absolutamente crítico e é decreto presidencial?

PABLO: Eu ouvi ao longo dos últimos minutos, algumas vezes, que a CVM vai matar o mercado. Acho relevante aclarar que a CVM tem por missão fazer o mercado crescer e não morrer. Essa é a nossa missão legal. Para isso que servimos. Acho até que a proteção do investidor é uma estratégia de crescimento. Você protege, gera confiança, então gera um ambiente de negócios melhor e fomenta aquele mercado. Essa é a perspectiva que nós temos em relação ao Condo-Hotel.

Se estivermos matando, não vamos fazer. Acho que isso é muito válido. Então é assim, se o que estamos propondo é algo válido ou se é algo que está matando o mercado, espero que vocês demonstrem isso. Isso é importante.

JOSE ERNESTO: Existe a possibilidade de fazer uma parte registrária e uma parte dispensada?

Por exemplo, investimentos cujo valor de oferta seja inferior a determinado valor, siga um caminho de dispensa e investimentos cujas ofertas ultrapassem determinado valor e sigam o caminho do registro?

PABLO: Acredito que sim, o que eu estou querendo dizer é que dá para pensar em várias coisas. O que estou querendo dizer é que já existe a Deliberação na qual aparentemente não matou o mercado...

RAFAEL: Não sei se tenho essa certeza... Parece-me que a Deliberação pegou o BUM do mercado imobiliário e hoteleiro por conta dos Jogos Olímpicos.

-Várias pessoas falando-

(?): Mas a deliberação foi positiva.

RAFAEL: Sim, foi muito positiva.

JOSE ERNESTO: O mercado está estacionado por conta da situação econômica.

RAFAEL: Está difícil mesmo...

PABLO: Só digo que teve um momento muito bom da economia que foi aproveitado. O que eu estou querendo dizer é que volta a um ponto que eu estava comentando com o José Ernesto antes de começar a reunião, é que uma dificuldade que temos, que não é uma dificuldade que temos em outras situações, é que não temos acesso a dados de mercado. Comentei isso lá na CVM. Normalmente nos mercados mais tradicionais, como de ações, temos uma quantidade enorme de dados para saber qual é o impacto regulatório, quais são os problemas, qual vai ser o efeito estimado de alguma decisão tomada pela CVM.

Uma grande dificuldade que o regulador tem é que não temos dados estatísticos para contar com uma radiografia. O Paulo perguntou “Vocês conhece o perfil do adquirente? Quem é o investidor?”.

Não temos um estudo sobre quem é o investidor de Condo-Hotel. O que nós sabemos sobre isso, muitas vezes vem de vocês. Esperamos de vocês justamente este *input*; que nos apresente as características do mercado. Então assim, o que quero dizer na reunião, muito simples, é que se tiver alguma coisa que vai matar o mercado, está obviamente errado, só pode estar errado. Mas, se esse for o caso, eu peço para que vocês nos mostrem isso. Tem que mostrar isso de maneira evidenciada. Ficando claro que nos convença de que o impacto vai ser ruim... vou dar um exemplo de como isso já funcionou. Não estou aqui fazendo discurso de político aqui.

Aquela questão até do distrato, recebemos diversos participantes do mercado dizendo que se dessemos distrato para todo mundo que adquiriu antes de Dezembro de 2013, ou seja, ninguém sabia ainda que aquilo era valor mobiliário. Recebemos, eu pessoalmente recebi, diversos participantes do mercado que me mostraram que tinha um impacto muito grande, porque já existe no mercado imobiliário por conta do CDC (Código de Defesa do Consumidor), uma certa dinâmica de distrato, de a pessoa querer sair do negócio e vamos deixar para lá a questão jurídica do negócio. Mas assim, já tem isso e se a CVM ainda por cima chega com este tipo de coisa tem uma quebradeira e nós mudamos de opinião reconhecendo que de fato tinha um risco para a

sobrevivência de vez do mercado. Então, é assim. É algo que fazemos, mas quando nos convencemos que, de fato, estamos diante deste tipo de situação. Desta forma, se houver alguma coisa, por favor, nos avise, nos convença e nos demonstre que estamos correndo o risco de matar um mercado que, por direito, temos a obrigação de proteger.

JOSE ERNESTO: Vou fazer um exercício rápido e simples.

Vamos admitir um hotel 3(três) estrelas em uma cidade do interior com cem apartamentos. Via de regra, nós vamos falar em uma oferta aproximada de cento e oitenta mil reais por unidade. Nós estamos falando em uma oferta total de dezoito milhões de reais. Uma taxa de duzentos e oitenta mil?

-Várias pessoas falando-

ANTONIO: Não dos distratos, mas do mercado imobiliário, na faixa de que hoje atinge 49% de distrato efetivo, a média é de 50% de margem.

PABLO: Vocês têm dados sobre a margem?

ANTONIO: Sim, sim... Temos nos últimos 3(três) anos discutido no Judiciário toda semana os números, tanto que conseguimos nos distrato.

JOSE ERNESTO: Vou pedir para você se apresentar, Antonio, já que chegou após o início das discussões.

ANTONIO: Antônio Ricardo Correa, Associação dos Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário, ADEMI-RJ.

Conseguimos que o Judiciário, com relação aos distratos, quando o comprador desiste, que os juros moratórios que contavam sobre o valor a ser devolvido desde o início da ação, agora só são contados após o transito julgado da ação.

Não é quando eu atraso a obra é quando o comprador desiste. Eu só pago juros moratórios quando acaba sendo judicial, isso já muda razoavelmente. Mas a margem hoje é de 12%.

JOSE ERNESTO: Mas enfim, o que podemos fazer, e já temos um compromisso aqui por parte da Escola, se a CVM quiser, podemos fazer alguns exercícios de análise de custo da taxa frente a diversos tipos de ofertas e utilizar alguns exemplos de ofertas que já foram realizadas.

RAFAEL: Não é só a taxa, são os consultores, os custos que os próprios incorporadores já têm com o memorial de incorporação, os arquitetos, etc... acredito que estes custos vão duplicar nesse caso.

JOSE ERNESTO: Não Rafael, desculpe-me, mas vou dar uma opinião contrária.

A partir do momento que se faz uma oferta de um Condo-Hotel, seja ele pequeno ou grande, você precisa mostrar a viabilidade do projeto. Então, independente disso você precisa contratar um

consultor que te ajude a fazer um estudo de viabilidade. Se você segue pelo caminho da dispensa ou se você segue pelo caminho do registro, necessariamente você vai ter assessoramento jurídico que te acompanhe junto à CVM para poder preparar a sua documentação e cuidar do processo. Não acredito que vá mudar muito o custo se for dispensa ou se for registro, até porque, pelo que vemos aqui na minuta da Instrução, é muito parecido todo o procedimento e todo o documental.

Então basicamente o que nós estaremos falando do modelo atual que nós temos hoje da Deliberação 734 para a Instrução seria adicionar uma taxa.

DOV: Deixe-me só fazer uma consulta. Primeiro confirmar a taxa que é 0,64%...

JOSE ERNESTO: Com o teto de 280 (duzentos e oitenta), isso?

DOV: Com teto duzentos e oitenta e pouquinhos.

Só fazer uma consideração. Até não lembro quem comentou, se foi o Rafael, mas em questão de dispensa de registro e dispensa automática, assim (...). É uma coisa para também ficar na reflexão, nossa.

Partindo da premissa, na qual o Pablo já colocou que não se discute se é valor mobiliário; isso já são águas passadas. Assim, partimos para o entendimento que, sendo valor mobiliário, está nas mãos da CVM. Nossa atribuição regulariza isso para desenvolver o mercado, mas também é proteger os investidores tendo esse equilíbrio. Muitas vezes não é o que de fato faz, mas a idéia dessa Instrução Normativa realmente é sair da 400. Ela bebe na 400. Obviamente há colaborações dela quando trata de ofertas públicas e aqui também é uma oferta pública. Mas acho que a CVM se já não fez isso antes, e acho que já fez, mas aqui está expressamente, claramente, explicitamente mostrando, e isso é um negócio diferente, é um valor mobiliário diferente.

Todas aquelas alegações, aqueles pleitos que tem a questão imobiliária, acho que está reconhecido, está aqui no papel. Então, por isso que ela foge tanto em alguns aspectos da 400. Mas em outros aspectos ela vem bebendo da 400 e acho que uma das coisas que ela bebe são em regras de ofertas públicas e de registro.

E uma dessas coisas está nessa linha, essa dualidade do lado do órgão regulador. Quando fazemos o processo de registro, o que isso na prática causa?

Você olha antes, antes daquele negócio sair para o mercado, você olha a regularidade, vê se estão ok as exigências, etc. Para quando sair ao mercado, sair de uma forma adequada. Obviamente tem que ser feita a supervisão depois, mas acho que parte dos problemas, talvez os mais graves que poderiam acontecer, já na partida estão limitados, restritos ou estão seguros, porque isso foi realizado previamente.

Então, o que vai acontecer depois, que novamente pode acontecer algum problema depois, porém a chance é menor, o tipo de problema é diferente. Isso é uma coisa. A outra coisa é uma decisão regulatória, decisão de atuação. Não vamos olhar isso. Tem-se a Instrução, as regras, mas

cada um é obrigado por si só ler aquilo e fazer cumprir aquilo sozinho e vai-se ao mercado. Podem acontecer problemas depois, os problemas que podem acontecer depois na verdade não são só aqueles que é natural quando se têm o registro. São aqueles que ninguém olhou antes. Então a chance de alguma coisa pior para o mercado é muito maior, não houve esse olhar prévio e nós, sinceramente tudo o que foi falado aqui do papel da CVM, entendemos que somos úteis e que nosso papel atual é útil. Prevenimos alguns tipos de problemas.

Nas nossas dinâmicas de ofertas, o que acontece... e não é penalidade... é bastante importante ficar claro. O que acontece quando tem um problema em uma oferta que está acontecendo?

Quando uma oferta ainda não está acontecendo, se tem problema, não é problema de oferta. O problema que é contornado no processo de registro. Mas, quando tem o problema na oferta, a medida natural que está na 400 e que está aqui também e porque tem que estar. Assim Condo-Hotel, qualquer outro tipo de valor mobiliário não é diferente. Segura-se a oferta. Suspende-se. Na verdade a intenção não é essa, a intenção não é punir o ofertante, a intenção da suspensão é proteger o mercado daquilo que está sendo colocado. Então, é proteger o mercado investidor e essa suspensão dá o direito lá de rever a aceitação da oferta. Até aqui nos casos dos Condo-Hotéis isso é diferente das outras, dependendo da causa da suspensão haverá o direito de retratação. Dependendo da causa, não haverá. Ou só haverá para alguns e isso nas outras ofertas de valores mobiliários é para todo mundo, independente da causa.

Aqui não. Mas o que causa a suspensão na 400 também é um problema na oferta. E esse problema na suspensão as novas normas dizem que você tem um prazo para corrigir aquilo, corrigindo aquilo segue adiante. Mas para ser corrigido o negócio precisa ser corrigível. Então, em uma oferta registrada, em regra, que aquilo já foi olhado, visto e os problemas já foram aparados, se tem algum problema sinceramente estrutural e o negócio não vai adiante... Em uma oferta registrada acabou, a partir do momento do registro a chance de haver problemas estruturais ou insanáveis diminui muito. Então, o problema que pode acontecer na oferta normalmente em regra é sanável e corrigível.

GUSTAVO: É porque é na venda e não no documento.

DOV: Exatamente! Ou na estrutura daquela oferta ou no teor daquela oferta. É mais na venda e na prática é mais no material publicitário. Em regra é isso.

ANTONIO: Corretores de imóveis, mais para usar a expressão.

DOV: Aqui no caso são corretores de imóveis...

ANTONIO: A gente não sabe esse incontrolável problema.

DOV: Aqui nesse caso são corretores de imóveis, mas em outras ofertas não é o corretor, é o próprio ofertante do material publicitário irregular ou da oferta inadequada.

Em uma oferta registrada, onde quem analisa o prospecto é a CVM, a suspensão normalmente é sanável.

Por outro lado, acho que é o menos pesado. Sem nenhuma análise prévia, sem nenhum registro, análise registrária que dê a chancela da CVM, não do mérito, mas que aquilo está adequado para ir ao mercado. A chance de acontecer um problema depois é menor. Agora, um problema insanável é insanável. Então não é suspensão, aquela oferta não é suspensão, aquela oferta vai ser cancelada.

Eu acho que a pior coisa que pode acontecer dentro de uma oferta pública, de novo, partindo da premissa que não está sendo discutida que isso é um valor mobiliário, é você cancelar a oferta e aí acho que quebra todo mundo. Então é assim, só para refletir de novo, isso não é uma punição, isso é uma medida protetiva do mercado. A punição vem depois, eventualmente, ou não vem. Pode vir depois no ofertante, nas pessoas jurídicas e nas pessoas físicas, mas não estamos falando de punição aqui. Então acho que esse fato às vezes não é considerado e o processo registrário, e novamente, hoje chamamos de dispensa de registro, mas não é uma dispensa de registro, nós fazemos uma análise de registro tendo ofertas aqui... Quantos ofícios aqui já recebemos com quantidade de exigências e adequações, ou seja, isso vem para proteger o mercado, o próprio ofertante. E sinceramente, a impressão que eu tenho (não sei se vocês compartilham), é um problema que existe não porque a CVM criou, mas é um problema que existe do CDC, do Judiciário, não só do Condo-Hotel. Vemos as companhias abertas incorporadoras com o percentual dos distrato de 20 ou 30%, coisas altíssimas, realmente é um negócio imenso, mas não é a CVM que fez isso, ao contrário. A chance de ter um distrato por publicidade enganosa, por uma aproximação inadequada daquele investidor, fica muito minimizada. O sujeito vai no Judiciário diz que foi enganado, mas espera aí... Seu material foi todo visto pelo Órgão Regulador de Mercados de Capitais, acho que o acesso ao Judiciário diminui no caso de uma oferta registrada. Ou seja, de certa forma a CVM traz um custo, sem dúvida, não só da taxa de fiscalização, mas todo esse processo de adequação de uma oferta de valores mobiliários, mas um custo tranquilizador. Acho que traz também benefícios muito grandes que talvez, até na ponta do lápis, com um tempo, acredito que mais que compensem, é isso que está sendo o ônus dos custos que estão sendo levantados.

JOSE ERNESTO: Antes de passar a palavra para o Bicalho, gostaria de lembrar que na última mesa redonda o Rafael estava presente e ele trouxe um levantamento da jurisprudência dos tribunais de São Paulo e Rio de Janeiro basicamente, e que nós acabamos utilizando no seminário em que promovemos na CVM em fevereiro, final de Janeiro e início de Fevereiro, e realmente hoje os tribunais seguem esse caminho especificamente de Condo-Hotel. Trata-se de um investimento, que existem riscos comerciais, quem entra nesse negócio...

RAFAEL: Toma o risco...

JOSE ERNESTO: Toma o risco e não é o Código de Defesa do Consumidor que vai colocá-lo em situação de benefício, que vai coloca-lo em qualquer situação que lhe permita pleitear perdas e danos, isso é unânime.

Agora passo a palavra ao Bicalho e depois para o Antônio.

RODRIGO: É muito pontualmente, concordo com toda a sua abordagem, acho que o serviço que a CVM tem prestado é muito grande, só queria levantar uma questão.

Existe muita diferença entre o acolhimento que os tribunais dão do pleito de distrato e motivado ou por razões diversas que o comprador resolva procurar um advogado, do que ele receber uma carta dizendo: “Olha constatamos uma irregularidade, uma inadequação da oferta, você tem ao direito de ir ao seu ofertante e receber 100% sobre o que você pagou por ele”. Porque aí você estará dando a ele um direito não de romper um contrato, que é o que acontece em outros casos. Talvez com uma jurisprudência mais favorável e outra menos favorável. Então na verdade ele comprou um Condo-Hotel, depois viu a evolução do tesouro direto. Agora eu recebi uma carta que eu posso ir à porta e pegar 100%, não tenha dúvida de que irá ter um efeito muito maior das decisões do distrato do que essa pessoa pensar “será que eu comprei bem? Mas eu sabia do prospecto, mas mesmo assim será que eu não posso me valer dessas decisões?”, procurar um advogado, assumir o risco de ganhar ou perder, então existe essa diferença...

DOV: Até aproveitando esse rush, não sei se vocês sabem ou se deixei bem claro aqui. Nós na CVM temos uma área só de orientação aos investidores que cuida da reclamação dos investidores em geral. Então inclusive chegam reclamações lá. “Olha essa oferta não foi registrada, quero meu dinheiro de volta, como é que eu faço?”. Mas só para deixar bastante claro que a CVM não é o lugar que você tem que pedir o seu dinheiro de volta, não é o lugar que, por problemas da oferta que você vai conseguir o dinheiro de volta.

Pode ser que alguma regra da CVM cause isso? Sim. E sendo bastante específico, é uma suspensão da oferta, é a regra básica, é uma suspensão da oferta porque, de novo, é uma medida de proteção aos investidores e houve um precedente do colegiado bem recente disso, de material publicitário, basicamente estamos vendo em questões de suspensão de ofertas causadas por material publicitário inadequado, diferente de todos os outros materiais publicitários e isso vem de um caso concreto que virou um precedente do colegiado e está aqui ingressando nessa norma e acho muito importante ingressar mesmo, só mesmo aqueles que sejam passíveis de serem alcançados por aquele material publicitário que vão ter esse direito de retratação, ou seja, aquele que comprou há 2 (dois) anos atrás e tem um problema 2 (dois) anos depois de um material publicitário irregular, inadequado e a oferta suspensa por causa disso, não vêm reivindicar “ eu quero o meu dinheiro de volta” ...

RAFAEL: Realmente isso é um cuidado que vocês estão tendo, porque seria realmente devastador facilitar.

ANTÔNIO: Essa mesma linha, o Rio de Janeiro foi o primeiro a sofrer as consequências disso. Acompanhava o drama do Paulo Ferreira, do que ele ia pensar em termos de Condo-Hotel, e do Reginaldo, acendia uma vela iluminá-los porque estava no começo da história, quando publicou o Alerta em Dezembro de 2013.

JOSE ERNESTO: 12 de dezembro.

ANTÔNIO: esqueci o dia, começou naquele hotelzinho em Serra. A primeira *stop order* foi nesse projeto perto de Rezende, mas sobre esse negócio da suspensão da oferta, nós do mercado imobiliário até criamos na ADEMI um grupo para discutir isso. Marcamos algumas reuniões e nas últimas 6 (seis) reuniões no GRUPO de incorporadores do Rio, interessados em discutir o assunto Condo-Hotel, mas começamos a perceber uma movimentação que agora nos parece que os hotéis do Rio, talvez tenham sofrido uma conversão compulsória em razão da taxa de ocupação, que os hotéis com taxa de ocupação que não funcionam terá que funcionar alguma parte do hotel, terá que se mexer no mercado. E a CVM foi de fato, um divisor de águas, um movimento pelo ar entrou na hora certa, e vou falar com propriedade sobre isso para trazer sustentabilidade ao mercado e você evidentemente do mercado imobiliário é testador de limite. Você tem que esticar até achar o ponto de equilíbrio. Mas essa ponderação que estávamos discutindo e os advogados lá olharam a solução, a discussão é que no mercado imobiliário, esse negócio de anda e para, anda e para, suspensão de oferta, não estou nem pensando para trás nos que já compraram, estou pensando nos que precisam comprar e viabilizar o empreendimento. Todo mundo já se acostumou que em um hotel tem CVM. Hotel Íbis: tem CVM. O mercado comprador já olha o site da CVM e os corretores com que vem olhar no site da CVM, mas os corretores que em 5 (cinco) minutos sobem um site dizendo qualquer coisa. Ele recebe uma ligação e o comprador faz algumas perguntas que ele não pode responder na hora, ele desliga, cria um site, sobe um site e liga para o cara e diz “olha, está no site, é assim (...)”. Funciona exatamente assim.

Posso garantir, usando o Conselho Federal da Ordem e o Vice Presidente do CRECI, também é Conselheiro, tentei conversar com eles, mas é impossível, é assim que funciona na prática. O corretor sobe um site em minutos, em 5 (cinco) minutos com as informações que ele quer.

JOSE ERNESTO: Nós vamos tratar desse tema mais adiante que é na própria instrução.

ANTONIO: Só ponderar o seguinte, talvez pudesse haver 24 (vinte e quatro) ou 48 (quarenta e oito) horas de prazo para o incorporador descobrir e esclarecer... vai suspender, permita ao incorporador corrigir rapidamente. São algumas ponderações que faço que talvez possa ter 48 (quarenta e oito) horas de simples prazo para a CVM, são prazos bem exíguos ou até mesmo 24 (vinte e quatro) horas. Porque, às vezes, quando você suspende e a suspensão corre 30 (trinta) minutos no mercado os gerentes das 3 (três) grandes corretoras começa a tirar o produto de vendas. É isso.

JOSE ERNESTO: Vamos passar para o próximo ponto da pauta? Acho que para falar sobre registro tivemos a oportunidade de...

DOV: Dá para ficar falando de registro...

JOSE ERNESTO: Dá para ficar falando até amanhã. Mas como temos uma pauta e todos têm agenda, queria sugerir passarmos para o próximo tema que é muito relacionado que é o prazo. Via de regras no mercado de capitais, quando você vai lançar uma debênture, vai lançar algum título,

you have a deadline, a coordinator. You have various distributors of the product and this product stays in the market for 90 (ninety) days 120 (one hundred and twenty days) and the offer ends.

In our case, specifically, the ending of the offer many times happens with the Habite-se. We could say, because the entrepreneur, the incorporator launches the project, starts to sell it and before building, during the construction he is praying for more buyers and prays even more for it to be sold before the Habite-se is issued. It is that the Habite-se, in a certain way, functions for the real estate market as a species of end of cycle. From now on the product is delivered and the authorities visit the work and see that it is ready to be inhabited.

In the instruction, it is said in 36 (thirty and six) months. It is a way of recognizing this long deadline, prorogable. Then the question is: Will it not be more adequate that the deadline be until the Habite-se?

I leave the question on the table.

DOV: Complementing the Habite-se means that it is ready and the hotel enters into operation?

JOSE ERNESTO: No, the Habite-se means that the building is finished and ready to be inhabited.

DOV: Before the operation of the hotel?

JOSE ERNESTO: Yes. This is a mark. The mark of the hotel operation, it happens after the building is furnished, decorated and equipped, after the hotel operator has established, hired employees, trained the employees and prepared the hotel for opening. Then between the Habite-se and the date of opening, as a rule, one can talk about 6 (six) months.

REINALDO: The mark would be the license of operation?

RAFAEL: It is the opening itself, each operator has its own training period, it depends on the size of the hotel.

-Various people talking-

PABLO: In this point I think we are quite flexible. We interacted with the SECOVI-SP and the FOBH. We tried to establish a schedule of offers that would attend to the dynamics of the market. We put deadlines that are completely different from the ordinary deadlines of our regulation.

Today in the Deliberation there is no deadline. We think that this is bad for supervision. Because we authorize a project that does not know when it will be done or when it will end and it is bad even for those who are doing it, because the offer brings responsibility to the offerors. Then the person has various obligations during the offer. It is important to know when the offer ends. The incorporator knows that those obligations that he assumed in the CVM ended and no one will ever come to charge him. The hotel network was also there in the offer and knows exactly the moment when

se desonera de determinadas obrigações estabelecidas pela CVM. Isso define exatamente o que se espera de cada um, quais são as obrigações de cada um.

Colocamos um prazo de 3 (três) anos de prazo para a oferta. Na verdade colocamos 180 (cento e oitenta) dias para começar a oferta depois do registro, para dar mais flexibilidade. Além de 180 (cento e oitenta) dias iniciais para começar a oferta, você tem mais 180 (cento e oitenta) dias para fazer o registro do memorial de incorporação, porque depois começa a ter prazo de carência pela Lei 4.591. Então na verdade você tem desses três anos, 180 (cento e oitenta) dias mais 180 (cento e oitenta) dias da própria carência para testar o mercado.

RAFAEL: 180 (cento e oitenta) dias não, porque você só pode ofertar depois do registro no memorial.

PABLO: Então, desculpe-me interrompê-lo, você publicou o anúncio de oferta?

RAFAEL: Isso. Após o registro da incorporação.

PABLO: Então você a partir desse momento tem 180 (cento e oitenta) dias para fazer o registro do memorial de incorporação. Então imagino que você tem 180 (cento e oitenta) dias antes de registrar o memorial mais 180 (cento e oitenta) dias de prazo de carência, para na verdade você chegar à conclusão que aquele empreendimento é inviável e desistir da incorporação. Certo?

JOSE ERNESTO: Certo.

PABLO: Tem um total assim, uma liberdade de 360 (trezentos e sessenta) dias para desistir daquele empreendimento se não, não vai dar certo, não vou conseguir e são 360 (trezentos e sessenta) dias para testar.

Só para aproveitar, o Gustavo lá no início tinha perguntado “Aqui está invertido, você testa no registro”?

RAFAEL: Não, não é. Por isso acho que, na justificativa, no prazo... porque assim, só posso ofertar, testar o mercado depois que eu registrar o memorial e... vamos esquecer um pouquinho da CVM. Só posso ofertar a minha unidade, ir à Patrimóvel e ofertar essa unidade depois do registro memoraal de incorporação. Então 180 (cento e oitenta) dias antes eu não posso estar no mercado.

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Acho que esse tema decorre em parte de um atendimento de um pleito feito pelo SECOVI-SP.

Em minha opinião, acho que me passou bastante acessibilidade da CVM de estender esse prazo de 36 (trinta e seis) meses prorrogável por mais 36 (trinta e seis) meses e também atender à duas solicitações que nós fizemos. Uma delas foi, na minuta anterior, você já entra com o pedido de registro demonstrando que você registrou o memorial de incorporação e nós tínhamos essa preocupação durante esse prazo da CVM se perdia o prazo de carência dado pela Lei 4.591. Então

agora houve uma inversão que acho que ficou muito favorável, no sentido de que você obtenha registro, o que não te dispensa de cumprir a lei de incorporação imobiliária, tanto que você vai ter que registrar o memorial de incorporação. Mas, esse tempo na CVM não foi consumindo o prazo de carência. Você tem que apresentar na CVM, dentro desse prazo que foi dado de 6 (seis) meses que você fez o registro do memorial de incorporação.

Outra questão que nós solicitamos e acho que pode ter levado a esses primeiros 180 (cento e oitenta) dias é: a lei não lhe permite negociar unidade sem o registro. Ela permite que você faça o registro, só então você negocia as unidades e depois desse registro, de 180 (cento e oitenta) dias, você diz se quer prosseguir com o empreendimento ou não, dentro daquelas condições que foram atendidas, que você pré-estabeleceu, como condicionantes do empreendimento. Mas, você pode ter atendidas a algumas condições e anunciar esse empreendimento, sem negociar as unidades. O chamado “Breve Lançamento”, que você pode dizer “olha vou fazer um empreendimento, mas ele não pode ser comercializado, etc.”.

JOSE ERNESTO: Pré-lançamento.

RODRIGO: Que seria o pré-lançamento.

Então nós também pleiteamos que também houvesse essa possibilidade de colocar oferta como pré-lançamento antes do registro. Só não pode haver a comercialização e acredito que esse primeiro prazo que tenham colocado tenha sido para um atendimento a esse pleito que nós fizemos.

PAULO: O que obviamente não dispensa o cumprimento das demais leis referente à oferta do produto periódica do CDC(...).

PABLO: Entendeu que antes do registro do memorial, você poderia fazer esse pré-lançamento. Em breve aqui você vai ter um prédio maravilhoso que vai surgir aqui. Reserve! Então qual seria uma alternativa, que como o Gustavo falou que normalmente você tem esse tipo de reserva de intenção.

RAFAEL: Pré-registro.

PABLO: Antes do registro, mas você tem que trabalhar com um prospecto preliminar. Mas, você tem algum material que a CVM não examina e que já, mais ou menos, embasa esse esforço pré-registro.

DOV: Eu não sei se é exatamente esse ponto da oferta que o Gustavo está mencionando é antes...

PAULO: É a coleta antes de entrar com o protocolo.

GUSTAVO: No processo típico da 400, posso dizer do *pilot fish*, então eu consulto primeiro um grupo muito pequeno de investidores sobre a intenção de realizar a oferta.

JOSE ERNESTO: E a oferta ainda não começou nesse momento.

GUSTAVO: Mas a oferta é realizada. O processo de oferta da 400 é realizado com o prospecto preliminar.

DOV: E anúncio. E aviso o mercado.

GUSTAVO: O prospecto definitivo de uma oferta 400 é aquele que coloca o preço e...

-Várias pessoas falando-

GUSTAVO: E fecha. É só um quesito de entrega, de uma formalidade.

PABLO: O que também levamos em consideração, em razão do entendimento da dinâmica comercial do mercado imobiliário, já que se usa muito material publicitário. Corrijam-me se eu estiver errado. Uma coisa é você ligar para aqueles clientes do seu banco, do seu “private” e dizer que vai fazer aquela coleta de intenções prévia, mas parece que não foi isso que nos foi trazido. O que nos foi trazido é que as pessoas ficam fazendo breve lançamento, colocam no jornal, o que quer dizer que já é um esforço de venda!

RAFAEL: E vocês optaram por fazer isso pós-registro?

PABLO: Pós-registro, como eu falei, foi uma opção trabalhada com o que obtivemos em grande parte do SECOVI.

RAFAEL: Desculpa te interromper Pablo, mas teve alguma lógica que parece um controle intuitivo, se o material publicitário não é levado ao registro, porque que eu só posso usá-lo após?

PABLO: Não, a partir do momento que você vai fazer um esforço de venda.

RAFAEL: São testes. Pelo que estou entendendo aqui é que estamos chegando à conclusão que o mercado imobiliário, a dinâmica de venda de um empreendimento imobiliário de Condo-Hotel, tem uma particularidade que de certa forma está endereçada na regulação do mercado. Então, fico só na dúvida se não tem algum espaço para um movimento pré-registro.

PABLO: Olha, realmente tentamos fazer um cronograma que atendesse essa dinâmica. Se vocês acham que não tem algo contemplado, que não é assim que funciona, acho que têm espaço aqui na Audiência para trabalhar isso.

Só retornando à pergunta do Jose Ernesto, da questão de até aonde vai. O que pensamos foi que precisa ter algum prazo. Colocamos um prazo de 3 (três) anos e pela conversa que tivemos antes da Audiência parece que é um prazo razoável e nós dissemos que não é suficiente, porque na verdade têm picos de venda, pode ter um pico de venda lá na frente, quando você já está quase realmente recebendo o Habite-se para concluir o financiamento, e cai na dispensa automática. Na qual, uma das hipóteses de dispensa automática de registro, que não precisava passar pela CVM. Se já passou pela CVM, fez tudo, fez a oferta, fez a oferta de 36 (trinta e seis) meses, mas agora faltou, tem um estoque que eu não consigo colocar e que eu preciso colocar para terminar o financiamento e terminar o meu empreendimento.

JOSE ERNESTO: Mas ele está limitado a 10% segundo a minuta da Instrução!

RAFAEL: Não! Na verdade, entendi que tem prazo de 3 (três) anos e automaticamente pode-se prorrogar por mais 3 (três) e depois ainda há o prazo dos estoques com dispensa automática, não é isso?

PABLO: Exatamente.

JOSE ERNESTO: Mas a dispensa automática do estoque é só para 10%!

RAFAEL: Mas são 6 (seis) anos para colocar 90 (noventa) por cento!

JOSE ERNESTO: Eu sei, mas o empreendimento está pronto, incorporador vendeu e não é mais o incorporador porque o empreendimento ficou pronto. Ele passou a ser proprietário como qualquer outro.

RAFAEL: Perfeito.

JOSE ERNESTO: Mas o incorporador por profissão pode ter um estoque de 30%. Se ele quiser fazer a oferta dos 30% ele precisa pedir novo registro ou, se eu quiser vender apenas 10%, ele tem uma dispensa automática.

RAFAEL: Mas teria que esperar 1 (um) ano. Acho que mesmo para vender o estoque deve-se esperar 1 (um) ano, não é?

PAULO: A gente vai tratar dessas questões separadas ou a gente vai falar do estoque, do mercado secundário? Como está isso na agenda?

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Por isso acho que ficou boa essa prorrogação. Acho que deu um prazo, desculpe-me interromper. Entendemos que o prazo de 3 (três) anos praticamente coincide com ciclo mínimo entre fazer um lançamento e terminar o empreendimento. E você supõe que tinha que chegar ao final deste prazo, sem nenhum contratempo, com 90% vendido, no mínimo. E nós vemos muitas situações que o empreendimento de maior porte tem um ciclo maior de 4 (quatro) anos. Às vezes congregando diversos tipos de hotéis no mesmo empreendimento. Tem uma venda mais lenta, distribuída em duas torres, ou seja, demora mais tempo para se configurar também. Então, achamos que esse prazo de 6 (seis) anos, é melhor do que ficar vinculado ao Habite-se, por exemplo, que você ainda tem atos subsequentes e muito, em parte da vezes ocorre justamente quando fica pronto o empreendimento, onde o investidor quer pagar e já começar a ter renda. Eu acho que 6 (seis) anos é melhor do que vincular ao Habite-se.

DOV: Só complementando. Acho que até para nós da CVM é óbvio isso, mas eu já senti muitas vezes que para o mercado imobiliário isso não é óbvio.

Na verdade quem decide que a oferta acabou é o próprio ofertante. Esse prazo não tem que ser de mais 3 (três) anos prorrogáveis ou tem que ser de 6 (seis) anos. Então, se o ofertante entender que naquele momento ele não quer mais, não importa o motivo, se ele já vendeu tudo ou porque não interessa mais ofertar aquilo e vai negociar privado o resto. Qualquer desses motivos, ele vai dizer “acabou minha oferta” e ele se desobriga das obrigações que ele tem durante a oferta. Então, quer dizer, se alguém entender que o Habite-se é o momento adequado....

JOSE ERNESTO: Podemos de certa forma concordar que precisamos de um consenso a respeito desse tema.

RODRIGO: Acho que ficou muito boa a solução. Agradecemos a sensibilidade da CVM de ter se responsabilizado por isso. Só não sei se é ainda nesse tema, mas só nos próximos 10% de estoque que me parece (...).

PAULO: Agente pode só dar um passo para trás só para eu entender uma coisa em relação ao pré-lançamento? Não posso fazer o pré-lançamento enquanto tiver o registro...

RAFAEL: Da CVM!

PAULO: Da CVM.

(?): No sentido que não se pode fazer esforço de venda público.

PAULO: Mas mesmo que seja, porque, uma diferenciação que o Rodrigo fez é que tenho uma prática do mercado, um pré-lançamento que não é algo completo. Tenho um empreendimento, tenho algo idealizado e depois vou dar pós ao meu registro de memorial de incorporação ou então pela própria lei que eu vou fazer um esforço mais concreto de vendas. Eu fiquei com a impressão, a forma como a minuta está estabelecida, não está totalmente alinhada com a lei. Então acabo restringindo esse pré-lançamento, porque vou ter que ter o registro, sendo que aparentemente faria sentido, considerando que não é um esforço concreto. Poderia até ter limitações. É um pouco o que o Gustavo falou que vai testar as águas do mercado, para ver a aceitação do produto, antes mesmo de ir até à CVM e, se for o caso, solicita o registro senão simplesmente desiste-se”.

PABLO: Quando você diz testar, há maneiras e maneiras de testar. Não sou do mercado imobiliário, mas fico imaginando o seguinte, você deve ter os clientes que são os clientes que precisam ter relação prévia, pessoas que são compradoras. Você liga para essas pessoas que têm uma relação prévia comercial e diz: “Olha, tenho um empreendimento novo, queria te mostrar, isso não é oferta pública.” E isso não é jurisdição da CVM.

PAULO: Mas não passa, além disso, por exemplo, o que se faz. Você tem um terreno no meio do Itaim, você vai lá e coloca um stand e coloca Futuro Lançamento, o corretor fica sentado...

JOSE ERNESTO: E você tira uma foto desse stand, coloca um anúncio no jornal...

PAULO: Não você pode, o céu é o limite, mas o que estou dizendo aqui é o seguinte, você pode ter esses primeiros passos que não necessariamente vão causar um prejuízo para o mercado e que de alguma maneira não vai ser feito se você tiver que fazer o registro. Porque, de novo, você vai movimentar a máquina, vai levantar todos os custos, a taxa não é reembolsável.

Bom, eu estou falando ao que me ocorre agora, na medida em que discutimos isso. Não seria o caso de, óbvio, dentro dos limites que a CVM entende, que não vai prejudicar o investidor, não vai prejudicar o mercado, mas permitir um pouco além de simplesmente uma ligação, permitir, por exemplo, que você tenha alguma coisa em foco... porque, o mercado imobiliário acaba sendo aquilo que você vê do casal que sai de final de semana e vai andar pela cidade de São Paulo para ver onde estão os lançamentos. Hoje em dia menos, mas quando o mercado estava mais aquecido, a mesma coisa eu acho que no Condo-Hotel...

PABLO: Eu entendo, só acho que estamos na hora de pensar isso, eu não vou dizer assim: "A não, esquece não é isso". Como eu falei, tentamos fazer algo que respeitasse a dinâmica do mercado nesse ponto. A questão da taxa... se a ideia é fazer um teste antes de pagar a taxa, teria que ser antes do protocolo.

-Várias pessoas falando-

DOV: Seria algo antes de você ir para a CVM.

RAFAEL: A taxa não é pelo registro, é a máquina no processo.

PABLO: Mas é antes de você começar qualquer processo com qualquer conversa com a CVM.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Quando você faz a incorporação imobiliária e você acaba usando do direito de cancelar a incorporação, você já pagou o arquiteto, você já pagou um monte de coisa.

PABLO: Você consegue dosar?

RODRIGO: O Paulo trouxe uma questão muito importante mesmo, para tentarmos aproximar o que é a realidade. O vendedor não pode vender sem o registro do memorial de incorporação. O que ele faz é, muitas vezes, fazer uma propaganda no jornal do produto e ele diz: "Esse produto somente poderá ser comercializado após o registro do memorial de incorporação. Estamos em breve lançamento".

Ele está na verdade chamando para um público alvo potencial, de que vai ter um determinado produto, para aquela pessoa ficar mais ou menos atenta e aguardando aquele produto.

Quando nós fizemos aquele pleito pelo SECOVI, que não foi aceito, mas em compensação foi aceito esse prazo pós-registro para que se faça essa comercialização, nós tínhamos colocado aqui

de fazer eventualmente colocando esse 'anúncio', a comercialização desse produto depende do registro de oferta perante a CVM...

Você não vai comercializar e estar alertando o consumidor de que aquele produto não está apto para a venda, faltam alguns quesitos legais que somente, se preenchidos, poderão efetivamente deixar a oferta ser, ou melhor, a venda ser realizada. Isso, vocês debatendo sobre isso, há a possibilidade de vocês atenderem sobre essa questão que é uma realidade do mercado?

PABLO: Eu acho assim, porque você precisa seguir um caminho, assim seguimos um caminho que achamos que atendia a necessidade. Se for parar para pensar, teria que repensar tudo, porque acho que, sinceramente, que se for melhor vamos ver isso agora. Mas, teria que repensar tudo. Se formos fazer alguma coisa que, por exemplo, você pode começar a fazer esforço de venda antes mesmo de ter o registro, vamos ter que pensar em um prospecto preliminar, é um redesenho.

RODRIGO: Não seria mais fácil limitar, não por aquilo dosando o que vai precisar apresentar, se pensar em um prospecto preliminar, você não consegue compactuar, alinhar a isso com o fato de você não ter dado entrada na CVM. Acho que a taxa acaba tendo um fato gerador meio rígido. Qual o fato gerador? O fato gerador é o pedido, certo?

PAULO: Acho que talvez o caminho fosse ter critérios bem rígidos, mas que permitam dizer o que pode e o que não pode ser dito naquele momento. Acho aquilo que o Rodrigo colocou que é: "Olha você também vai ter uma ressalva em algum material que você coloque e limitar esse material, no máximo e seguir...".

RAFAEL: Seguindo por essa linha, vocês irão ajudar a definir muito bem o que é antes e pós-registro, do que é esse negociar. É unidade autônoma antes ou pós-registro mesmo? Então, fazendo uma vez, vocês vão ajudar a definir o marco do que é a negociação ou não da unidade autônoma hoteleira.

RODRIGO: De alguma forma tem que ter um alinhamento com a lei de incorporação imobiliária, com a 4591, que já há 40-50 anos moldou as práticas de mercado.

RAFAEL: E elas usam exatamente negociar, a lei diz que não poderá negociar!

ANTÔNIO: Esse ponto que o Rafael mencionou é importante. É um dos pontos mais sensíveis do mercado. Porque estudo o empreendimento, ponho um anúncio informando de que eu não estou vendendo, abro um stand de um empreendimento que eu não estou vendendo, ponho os corretores no stand em um empreendimento que eu não estou vendendo e, por acaso, recebo uns clientes que querem visitar o empreendimento que eu não estou vendendo, que não vão comprar, mas irão deixar a ficha, o documento...

RAFAEL: O termo de reserva.

ANTÔNIO: O Termo de Reserva.

DOV: O que é um Termo de Reserva?

ANTÔNIO: Não tem sinal, não altera o mercado de capitais.

-Várias pessoas falando-

ANTONIO: Nós andamos discutindo de novo os casos de distrato, um impacto nacional sobre o mercado imobiliário. Assinei pela ADEMI e pela AOB. Nós conseguimos com o Ministério Público do Consumidor adaptar um segundo tema muito sensível. Todo mundo sabe que quem compra e não paga o resto perde o sinal, certo? Não precisa ser do mercado para saber isso e o mercado criou o sinal parcelado, então as pessoas compram com o sinal e pagam em 12 (doze) vezes, ou seja, é um sinal parcelado.

DOV: Desculpa interromper, nessa reserva não...

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Não paga nada, não.

ANTÔNIO: É só para usar o exemplo que no caso do sinal parcelado, nós conseguimos convencer o Ministério Público do Consumidor Nacional a aceitar um sinal parcelado em 6 (seis) vezes, que você não precisa entrar na discussão da natureza jurídica porque não se explica, é uma prática comercial.

-Várias pessoas falando-

RAFAEL: Não para assinar?

JOSE ERNESTO: Não, para poder fazer a transação...

ANTONIO: Poderia estabelecer talvez a atividade mais fácil de comprovar como a CVM, me corrija se eu estiver errado, não é exatamente a minha área.

É bastante ortodoxo, eu preciso dar dados objetivos, existe um memorial registrado, existe um memorial pré-notado, quando você prenota um memorial, 1 de dezembro, aí ele será registrado daqui a 1 (um) ano, a data do registro será a data da pré-notação. O fato físico de memorial pré-notado ou depositado já dá certa liberdade na prática do produto.

RODRIGO: Não deveria.

ANTONIO: Estou presumindo aqui, academicamente, precisamos conhecer a realidade, da mesma forma que não poderia existir o sinal parcelado, porque ninguém é capaz de justificar um sinal parcelado.

RODRIGO: Desculpe-me te interromper, acho que isso foi uma conquista importante, o reconhecimento do sinal, mas acho que não podemos deixar legitimar algumas práticas dos incorporadores que não são estritamente corretas. Acho que nós temos que pensar em, eventualmente, fazer uma analogia no que for possível com regulação da CVM com o que é estritamente normal.

ANTONIO: O que eu e o Rafael estávamos aqui nos comunicando, tem um ponto aí sensível e precisamos de fato academicamente abordar.

Talvez o memorial prenotado para fazer essa tentativa, porque senão fica muito difícil, na incorporação imobiliária você não pode testar antes de você ter um memorial registrado, o que na prática acontece.

Bom, então vamos estabelecer um marco temporal, qual o marco temporal?

Um memorial pelo menos pré-dotado, no Rio de Janeiro pode levar 5 ou 6 meses, é só uma sugestão.

JOSE ERNESTO: Gustavo gostaria de fazer um comentário.

ANTONIO: É só uma sugestão, eu também concordo teoricamente que não pode, estamos perdendo o tempo.

RAFAEL: Acho duas coisas. Acho que vejo a posição da CVM ser muito delicada que nessa fronteira do mobiliário, imobiliário praticamente toda forma de venda de imóvel se caracteriza por uma oferta pública. A lei regula até colocar um anúncio no classificados do Globo é uma oferta pública, então eu acho que tem esse lado...

JOSE ERNESTO: Tênué.

RAFAEL: Tênué, porque a forma de vender o imóvel é oferta pública em várias dimensões, mas só queria voltar um pouco na questão do prazo. Até para elogiar a CVM, pois teve um avanço considerável nessa minuta com relação ao prazo. Só fiquei com impressão, quando falamos do prazo de 3 (três) mais 3 (três) anos, ou seja, de 6 (seis) anos, que até que ponto fosse mais fácil trabalharmos com prazo inicial indeterminado, porque, no fundo, e concordo com você, os próprios ofertantes tem a tendência de não querer deixar a oferta aberta indefinidamente. Porque a responsabilidade fica indefinida, não acaba nunca. Por outro lado, fico sinceramente na dúvida se 6 (seis) anos ou 8 (oito) anos, em termos para a CVM na prática é quase se indeterminado fosse. É um período tão longo que não sei, principalmente, só relacionando um pouco com a questão do estoque de não só 10%, é 10% depois de 1 (um) ano.

Então, pensando no que o Jose Ernesto falou, se eu não vender em 6 (seis) anos, para não fazer uma nova oferta, nem que eu tenha 9% de estoque eu tenho que esperar do 6º ao 7º, eu não posso vender nada para depois vender a partir do 7º. Então...

PABLO: Por mais que 6 (seis) anos seja muito tempo, faz sentido ter um prazo para quem está supervisionando. Evita, por exemplo, que o regulador questione as razões de não divulgação do anúncio de encerramento em uma oferta que, embora há muito iniciada, ainda está aberta. Mas o marco é importante, pois a oferta pode ter de fato ter sido encerrada, se não há prazo, fica tudo no ar. Concordo que é um prazo muito longo, mas acho que para quem está fazendo a supervisão é preferível ter um prazo final, ainda que seja um prazo longo, confortável para quem está no mercado.

JOÃO: E como o Dov falou, ainda têm muito incorporador que sequer tem conhecimento do encerramento da oferta. É normal.

ALEXANDRE: No fundo estamos tentando, ao longo desse processo, que começou em 2013, adequar uma situação típica de mercado imobiliário, que tem seus custos, seu jeito de funcionar, mas o efeito disciplinador é muito positivo que a CVM trouxe. Fez com que o mercado se aperfeiçoasse em vários aspectos. Mas nessa parte de sensibilidade de qual produto vai, vai de um quarto, vai de dois, vai assim, vai assado, isso é uma temperatura de que o empreendedor deve gerenciar. Um empreendimento imobiliário exige um movimento gigante para ele decolar e o errar menos no produto é essencial. Então, esse ponto anterior têm os limites da lei, já tem os limites da lei de regulação própria do mercado imobiliário e já funciona de uma maneira que bem ou mal já abusam de uma maneira e tem as suas consequências, mas na média é uma maneira que funciona de modo razoável e isso é importante realmente ter um pouco mais de elasticidade na aceitação de vocês.

PABLO: Que pontos específicos?

ALEXANDRE: Nesse ponto pré-protocolo. Não precisa deixar uma coisa aberta, porque coisa aberta o pessoal abusa. Eu não entendo como é esse..., olha antes de protocolar você até pode fazer a sensibilização de mercado dentro dos seguintes limites e colocar ali um limite, pode ser...

PAULO: Daquilo que você não pode fazer, por exemplo...

ALEXANDRE ... só pode fazer isso.

REINALDO: Posso só completar? Acho que tem uma diferença prática na lógica de pesquisa de prospecção para iniciar no mercado de capitais. Quando um banco, uma distribuidora, uma corretora faz uma prospecção no mercado de capitais antes de protocolar um registro de oferta, faz com meia dúzia de investidores pré-conhecidos. Eu tenho um título de renda física, sei na minha base de clientes quem são os meus compradores. Em alguns momentos no mercado imobiliário você tem isso, mas em muitos não têm.

Uma incorporadora que está vindo de São Paulo para o Rio de Janeiro e vai lançar um empreendimento não tem uma base de clientes aqui no Rio de Janeiro para comprar. Têm que sentir se a região do mercado vai comprar e a única forma de ela fazer isso é estabelecer

fisicamente como estavam colocando. Em minha opinião precisa ter essa flexibilidade, porque senão, não começa a fazer a leitura que ele precisa fazer.

ALEXANDRE: Além de quem, tem o que. O que é um ponto importante.

REINALDO: Isso, ele modifica o produto.

DOV: Eu tenho uma dúvida, dúvida mesmo.

Pelo o que vocês estão colocando essa maneira tradicionalmente do mercado imobiliário eu já sei a região, pelo menos o lugar, mais ou menos eu já sei onde vai ser, até para colocar o stand ali ou o stand já apontar que vai ser ali. Mas o stand, pelo o que eu estou entendendo é aberto ao público, então qualquer um que esteja passando, o casal que está lá, pelo menos nas épocas boas dava os lançamentos e ia passar nos stands também.

A dúvida que eu tenho é você passar lá e dizer: “Olha estamos lançando um empreendimento imobiliário- não vou nem dizer de Condo-Hotel- vão ser apartamentos de 2 (dois) e 3 (três) quartos, com essa metragem, ou nessa faixa de preço, às vezes até decorado”, é isso que eu pergunto, é assim? “Porque o guide está tão aberto e os caras no mesmo momento já assinam a ficha “Ha! gostei muito e a reserva é não vinculante”, ou então mais solto isso”. Não vou fazer de 2 (dois) quartos, vou fazer de 5 (cinco) quartos onde o preço é de duzentos mil ou um milhão”.

REINALDO: Deixa eu te dar um exemplo típico. Saindo de Condo-Hotel e indo para o mercado residencial. Porque vai falar de oferta pública de valor mobiliário, estou falando de vender uma casa para um cidadão.

Uma empresa do nosso banco adquiriu um terreno na Av. Faria Lima junto com uma incorporadora e idealizaram um projeto de apartamentos de 70m², de 1 (um) e 2 (dois) dormitórios. 35 (trinta e cinco) andares, em um prédio básico. Montamos um stand de vendas, porque achávamos que pelo estilo da região aquilo era vendável. Quatro meses depois fechamos a porta. Os corretores disseram que os clientes queriam apartamentos de 3 dormitórios. Então fechamos a porta, tiramos o stand, voltamos para a casa e mudamos o projeto para um apartamento de 250m².

JOSE ERNESTO: Gostaria de fazer um comentário a respeito disso.

Quando nós estamos ofertando um Condo-Hotel, nós estamos fazendo uma oferta de investimento. Então vamos voltar para o nosso tema, ainda que sejam interessantes todos esses aspectos de mercado imobiliário. Quando se define o investimento do Condo-Hotel, a definição está movida por uma série de *drivers* de mercado que foram analisados por especialistas, operadores hoteleiros, etc. Se o produto foi concebido para atender executivos, conferências ou público de lazer, o produto foi estudado e analisado antes por conta de sua demanda, estudou-se se há demanda suficiente, que tem capacidade para pagar o preço que este negócio necessita.

O investidor que vai colocar dinheiro aqui para fazer este negócio funcionar é diferente do residente, do casal que está andando pelo bairro para saber se o prédio funciona para ele ou não.

Nós temos exemplos de empreendimentos que foram vendidos em Itaboraí-RJ, cujos investidores moram no Rio de Janeiro. Temos exemplos de empreendimentos que foram feitos em cidades no interior do estado de São Paulo e que os investidores moram nas cidades ao redor ou até na capital. Então, quando nós falamos de investimento, que é o caso típico do Condo-Hotel, esse teste de mercado é menos importante.

REINALDO: Posso fazer um complemento do que você está falando? Eu discordo do que você está falando.

Eu também fiz uma pesquisa com “n” empresas para lançar o meu predinho de 70 m². Tinha levantamento de que eu estava vendendo não era só para um cara que senta lá para comprar e morar, é também para um investidor que vai colocar lá para alugar, porque ele também faz isso.

DOV: Uma dúvida. Quanto tempo leva para você ter essa percepção, você testou e você viu que ia dar errado?

REINALDO: Nesse caso específico, após 4 (quatro) meses de stand montado conseguimos ver isso. Então, só voltando mais um passo, também se partirmos desse fato que você está colocando, não estou dizendo que ele não é válido, estou dizendo que ele não vale em todas as situações e na maioria das vezes, talvez.

Se forem só investidores, com cabeça de investidores.

JOSE ERNESTO: Que é o caso de Condo-Hotel.

REINALDO: Eu tenho um Condo-Hotel que foi vendido.

RICARDO: Mas o produto é de investimento. A pessoa pode até não ser (...).

REINALDO: Não estou discutindo se ele é um produto de investimento. Só que na cabeça de quem compra um negócio de um quarto de cento e oitenta mil reais, pode ser o cara que tem trezentos, mas ele fala é aqui que eu vou depositar, porque é a minha renda. Então é um investimento diferente.

Não é o investidor que eu tenho no meu *Private*, tem uma unidade de *Private* dentro da minha área. Se eu apresentar ele não vai querer saber se o quarto é amarelo ou verde. Ele quer saber o fluxo de caixa, quais são as possibilidades, o cenário dá ou não dá, esse é o investidor que vocês estão falando e ele não vai lá comprar um quarto de hotel comigo. Ele vai lá mexer com 5 (cinco), 6 (seis), 7 (sete) milhões comigo e compra uns 10 (dez) quartos de hotel. Então com esse, não sei se exatamente é esse investidor.

-Várias pessoas falando-

REINALDO: Muito heterogêneo. Estava falando aqui sobre os pequenos empreendimentos.

-Várias pessoas falando-

PAULO: Eu acho que você tem as duas situações. Você tem a situação local que você vai colocar o stand, você tem a situação do investidor mais sofisticado que não quer visitar, ele sabe que não vai morar e não vai usar o quarto nas férias, mas o mais importante não é isso. O mais importante é que para o empreendedor é muito relevante ele ter essa leveza, essa flexibilidade de testar o mercado antes de entrar na CVM. Independente de por um Guichê ou de por um jornal ou de ligar, isso eu acho que desengessa e acho que aquilo um pouco que estávamos falando e o Pablo estava levantando a preocupação “será que isso vai matar o mercado?” acho que isso são algumas calibragens que permitem ao mercado ter mais flexibilidade.

PABLO: Mas hoje não tem, certo?

RODRIGO: Pela regra atual não teria.

ALEXANDRE: No lado prático, ninguém faz prospecção de ver o que vai fazer nessa área, o sujeito já tem o terreno. Então o empreendedor, o incorporador, assim vamos pensar pelo dono do terreno, ele não sabe ainda se ele vai fazer um Apart-Hotel ali, talvez seja um Apart-Hotel ou talvez seja um prédio de 1 (um) dormitório para a venda, então como que ele sensibiliza isso?

Às vezes é colocando o stand dizendo que vai ser um Apart-Hotel...

RODRIGO: Vamos tentar ser mais objetivos. A CVM não tem que entrar em detalhe se pode fazer proposta de reserva, se não pode. A comercialização é proibida e ponto, seja pela lei civil ou pela falta de registro na CVM.

DOV: Só te interrompendo, desculpa, a CVM realmente não está preocupada com isso. A oferta pública para a CVM não é necessariamente você vender, porque naturalmente você oferta para vender.

RODRIGO: Talvez o elemento que estaria faltando, para ser pleiteado aqui, seria a possibilidade de ofertar, o que seria uma oferta na visão da CVM, seja por colocar um anúncio no jornal, seja entregar um folheto quando você está passando pelo parque dizendo que vai ter um produto lá e que esse produto tem tais características, mas só pode ser comercializado depois do registro na CVM.

-Várias pessoas falando-

PAULO: Você não está vinculando o retorno, vinculando.

RODRIGO: Exatamente.

PAULO: Nada de produto financeiro, você está simplesmente falando das características do produto físico.

RODRIGO: Inclusive vimos mesmo os produtos que estavam em fase de dispensa de registro na CVM, nós vimos muitas vezes nos jornais de São Paulo anúncios de lançamento dizendo, às vezes até anúncio de página inteira, dizendo que este produto está em fase do registro da CVM e somente poderá ser comercializado após a efetivação da dispensa de registro da CVM e do registro de memorial de incorporação. Então a pessoa já ficava informada e imagino que esse anúncio não estaria irregular.

DOV: Qual foi a ideia que está aqui na minuta? Mas é minuta, ok?

Seguindo o que já está na Deliberação, você só pode fazer esforço de venda depois que receber o OK da SRE. Estamos seguindo o que está na Deliberação.

Todo esforço de venda, da comercialização, de publicidade, é pós-registro. Estamos seguindo outro caminho, estamos seguindo um caminho que mais ou menos já estava na Deliberação.

Por exemplo, admitir um anúncio no jornal com restrições do tipo você só vai falar que tem um empreendimento, vai deixar claro que aquilo vai ser dispensado pela CVM, eu até consigo achar possível, no sentido de você ter um tipo de publicidade restrita, com limitações, mas que já vai dar alguma divulgação para aquele empreendimento.

Agora, fico pensando, um stand em que tem o corretor que já vai começar de certa maneira a ganhar cliente e ele vai fazer isso com base em quais situações?

DOV: Ok, com o que estamos preocupados?

Quem for vender isso, está prestando informações inadequadas. Basicamente não é assim, isso é o mais importante para nós, para isso revemos o prospecto e o estudo de viabilidade. Então, assim, fico imaginando que esse corretor no stand vai mostrar o que para o cliente?

Ele vai mostrar um material publicitário que não passou pela CVM, mas não vai mostrar prospecto, não vai mostrar estudo de viabilidade, dá para fazer isso? Ou não dá?

JOSE ERNESTO: Não dá. É oferta de investimento. Tem que falar de números.

RODRIGO: Material publicitário não passa pela CVM, mas ele é feito com base...

DOV: Com base no prospecto.

-Várias pessoas falando-

PABLO: Mas então tem o seguinte, queria pelo menos soltar lá no jornal, empreendimento futuro, sujeito à CVM. Estou falando aqui. Posso me arrepender depois, mas até acho possível, porque na verdade a pessoa não está dando informação nenhuma.

Eu só fico com medo, medo não, receio, que é um risco. Se eu colocar um corretor lá no stand, alguma coisa ele vai passar para o cliente.

-Várias pessoas falando-

DOV: Posso fazer um contra ponto a vocês. O anúncio como ele está sendo colocado ainda que tenha todo esse viés imobiliário, bem de raiz, é um investimento. O investimento vai falar sobre o que? Porque o investimento eu vou ter que saber o quanto que eu devo colocar e quanto que eu vou tirar de volta, o prazo e que risco eu tenho.

-Várias pessoas falando-

RAFAEL: Posso dar um exemplo.

DOV: Mas isso atende a vocês?

PAULO: Pode ser que atenda... Atende, atende (...).

RAFAEL: Posso dar um exemplo?

-Várias pessoas falando-

RAFAEL: Estou dizendo, o arquiteto projeta um prédio bonito.

JOSE ERNESTO: O rapaz que vai (...).

DOV: Deixe-me só complementar a minha dúvida.

Pensando no viés do investidor, com o que eu faço com o meu dinheiro? Fecho um hotel? Vou ter interesse como um investidor racional que pode não ser o caso e isso acho muito ruim. Mas, quanto que eu vou ganhar por isso? Eu não vou ter isso. Só terminando... Vocês vão conseguir ter uma sensibilidade se aquilo vai dar certo ou vai dar errado por um cara que “eu quero” sem saber nada?

PAULO: É aí que eu acho que está a nuance, porque quando você olha o mercado financeiro puro é razão, é conta, não tem emoção, é quanto a minha equação.

Aqui estamos falando de casos que o investidor chega e fala “quero a unidade que está voltada para a praia”, porque ele acha...

DOV: O que ele não vai entrar nunca...

PAULO: Eu sei, mas é a emoção. Ele está investindo em um meio que ele acha bonito, tudo bem que no final ele espera retorno, mas ele quer associar o investimento dele com...

DOV: Mas a decisão dele, ele vai tomar...

PAULO: Depois...

DOV: Depois que ele tiver tomado, e sinceramente isso já não adianta assim. Não sei o que o Pablo pensa, o que o João pensa. Eu acho que a CVM deve proporcionar condições para ele tomar uma decisão refletida, consciente, educada e não incentivar a emoção.

PAULO: Mas o momento ele vai só capturar essa reação do mercado.

JOSE ERNESTO: O Rafael queria dar um exemplo.

RAFAEL: Eu tenho um exemplo bem prático que estava em dispensa de registro, cumprindo as exigências ainda. Um empreendimento em São Paulo. Um empreendimento que o arquiteto do hotel (mundialmente famoso) viria ao Brasil e a agenda dele era super difícil e ainda estava em momento de dispensa de registro e o cliente queria fazer um evento para apresentar o projeto junto com o arquiteto que fez a fachada do prédio antes da dispensa de registro. Levamos à CVM e a nossa visão foi justamente a do road show, por isso que eu fiz essa equiparação. Ainda estava na deliberação 734. Mas, na prática existe isso realmente Dov, quem foi àquele evento eram investidores que estavam interessados em conhecer aquele empreendimento/projeto.

DOV: Mas o road show lá da 400, imagino que o seu também. Quando você vai à CVM, acho que o que está sendo discutido aqui é antes de você entrar na CVM, então eu não preciso de prospecto, eu não preciso de estudo de viabilidade, aqui você já tem isso tudo.

RODRIGO: Tem uma diferença. Estamos falando aqui em saber se eu vou lançar ou não.

Esses estados são a minoria, existe também a sensibilidade do mercado para saber se eu vou lançar ou não. Existe a velocidade de vendas, então você vai lançar e já está na CVM, já pagou a taxa. Mas é importante você falar no breve lançamento, que aqui irá ter um hotel da marca tal, da bandeira tal e só pode ser vendido após o registro da CVM. É importante você levar aquela pessoa que você viu aquele anúncio a ficar prestando atenção, você não vai desistir, mas aquilo aumenta muito as suas possibilidades de vendas porque, a pessoa vai estar naquela expectativa.

JOSE ERNESTO: É uma forma de represar interesses.

Várias pessoas vão lá e fazem reservas. Aí você chama a sua equipe de vendas, chega para todos os corretores e fala: "olha tem esse 400 (quatrocentos) caras aqui que disseram que teriam interesse. Vão atrás deles". Entendeu?

DOV: Depois do registro.

JOSE ERNESTO: Depois do registro. É um represamento de vendas.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Mas gente, vamos passar para o próximo ponto, porque senão...

RAFAEL: O prazo está ótimo, mas foi um pedido a mais, em curto prazo. No prazo todo mundo concordou.

RAFAEL: É um pré-prazo.

PAULO: Como é que a gente encaminha, tem que vir na forma de comentários?

PABLO: Eu vou pegar a transcrição, por favor, que fique limpa. Eu não vou citar a transcrição no relatório.

RAFAEL: Eu vou ler.

JOSE ERNESTO: Bom, eu propositadamente deixei o primeiro tema mais à frente, porque, vamos dizer que, ele é mais assim... palpitante, talvez começássemos por ele e nunca terminássemos. Então, resolvi iniciar pelo registro, com prazo para falarmos do tema mais importante que é o investidor credenciado.

Logo depois que essas mesas redondas se iniciaram, teve discussões internas na CVM, sobre se o investidor tem que ser qualificado, se não tem que ser qualificado e acabou nascendo à ideia do investidor credenciado, tomando a figura emprestada da *Accredited Investor* da legislação norte-americana e acabou indo para a 734 dentro de conceito de oferta mínima ou de um investidor com determinado patrimônio mínimo.

O que a minuta da Instrução traz como regra para esse investidor credenciado é ele ter no mínimo R\$ 1 milhão de patrimônio ou já ser investidor de um negócio de Condo-Hotel com no mínimo de 1 (um) ano de funcionamento. Então é o momento de pensarmos nesse tema.

Eu havia feito uma sugestão, até por escrito, para o Pablo de que achava que investidor credenciado poderia ser aquele que tivesse um patrimônio de no mínimo o dobro do valor do investimento, de forma que pudessemos criar proporcionalidades. Vivemos em um país muito diferente. Ele é tão diferente que temos 5 (cinco) tipos de climas de Norte a Sul, padrões de consumo, padrões de investimento, padrões de preços e é absolutamente tudo diferente. Então eu havia feito essa sugestão, talvez outras também existam, a mim me parece muito amarrado este conceito de um patrimônio líquido mínimo de R\$ 1 milhão. O investidor do Condo-Hotel e aqui está o Mukesh, que chegou atrasado, Mukesh Chandra vai ser o presidente da Associação Brasileira de investidores de Condo-Hotel. Acho que ele pode com maior propriedade falar melhor do perfil deste investidor, para que falemos sempre da figura da dona Maria, da figura do

jornaleiro, do açougueiro, do médico, do profissional liberal, daqueles que não tem o tempo de ficar examinando o mercado e querem rendas mais estáveis.

A mim me parece essa regra um pouco rígida demais para que possamos desenvolver o mercado. Então o objetivo é analisar a proposta da CVM.

Então está em pauta o tema. Se alguém quiser fazer algum comentário. Se você Mukesh quer falar, sobre a sua visão do perfil do investidor.

MUKESH: Acho que o Condo-Hotel especificamente não dá para limitar em R\$ 1 milhão. Por exemplo, o meu filho recebeu duzentos e poucos mil e ele já está investindo em um Condo-Hotel porque ele acha que para ele vai ser uma coisa muito legal. Então, não é contra o que você tem, mas é o quanto você tem disponível. Então, é muito relativo como se diz “você tem que ter tanto para ser investidor”. Tem gente que tem rendas em uma realidade totalmente diferente, se você limita o dobro que você tem para o que você vai investir, até está mais razoável. Eu não concordo com vocês que R\$ 1 milhão deve ser o patrimônio mínimo do investidor. É o que ele tem disponível ou uma fração disso.

-Várias pessoas falando-

GUSTAVO: Sobre esse ponto, o FOHB tem uma percepção de risco diferente da CVM. Não estou aqui negando que esse tipo de empreendimento tem riscos, mas certos riscos apontados pela CVM – como o risco de o investidor ser chamado para realizar aportes adicionais – parecem ser mais remotos do que indicado no edital da CVM. Existem empreendimentos que criam reservas, que já trabalham com uma sazonalidade.

Outro ponto é a questão da inexistência de mercado secundário. O Condo-Hotel é um produto diferente, tem um lastro muito mais sólido do que outros valores mobiliários, é um produto que não vai virar pó. Quando você compara um Condo-Hotel com outros valores mobiliários, é um produto de certa forma de menor risco. Eu não estou aqui negando o risco do investimento, mas é um produto que tem um componente imobiliário, embora não esteja negando a natureza mobiliária.

JOSE ERNESTO: O mercado secundário é bastante ativo. Existe e é forte. Tem imobiliárias especializadas.

GUSTAVO: Sim, tem mercado. Como disse, não se trata de negar os riscos ou a importância da informação. Mas entendo que a CVM foi muito conservadora com relação ao risco do produto. Vale lembrar aqui que a minuta trata apenas da oferta de unidades autônomas. A própria manifestação anterior do FOHB destacava que estávamos lidando com cenários diferentes, com produtos diferentes, pois havia ofertas de unidades autônomas e ofertas de frações indivisíveis. Na visão do FOHB, o tipo de produto que está sendo regulado [unidades autônomas], que se propõem a regular na audiência pública, é um produto que deveria poder ser ofertado para qualquer público investidor. Não vemos aqui um risco em relação a outros produtos que não são

limitados a investidores qualificados, a investidores que tenham R\$ 1 milhão de patrimônio. Então a nossa percepção é que a regra proposta foi muito dura nesse ponto, especialmente considerando um cenário de registro.

ALEXANDRE: Em essência é um produto imobiliário, tanto é que se fosse (...) se o desenho do empreendimento não for de incorporação, ele cai em outra reta. Essencialmente, se o sujeito vai comprar um apartamento de 100 (cem), 200 (duzentos), 500 (quinhentos) ou mais ele não passa por esse (?). Não tem sentido nesse ponto de segurança que ele vai ter lá, em termos objetivos uma matrícula em nome dele, não tem muito (...).

RAFAEL: Vai acabar comprando um *flat* para deixar alugando ao invés de fazer o Condo-Hotel e essencialmente esse não é um risco tão diferente.

PABLO: E tem tantos produtos que esse mesmo sujeito, de uma renda menor, tem acesso no mercado financeiro que, aí sim, ao invés de disfarçar, mas vira um pó. O sujeito compra lá um título de capitalização, que o banco empurra facilmente e não tem esse controle aqui você tem uma matrícula, não vai desaparecer.

JOSE ERNESTO: Mukesh queria falar e depois o Bicalho.

MUKESH: Eu tenho apartamentos e sou do Conselho lá no de Congonhas que estava com a Blue Tree e hoje está com o Nobile.

Então, passaram lá outros administradores e hoje a situação é que estão sendo chamados os investidores para colocarem dinheiro. E uma coisa é chocante. Eles não podem nunca imaginar que vão ter que colocar dinheiro. Por quê? Porque eu acho seguinte, para pessoas que compram, não todas, mas a maioria que compram, não são necessariamente grandes investidores. A maioria que eu vejo, tanto lá como no Prodigy Berrine, 90% são donas da casa, são casais que pensaram em ter um rendimento a mais de alguma coisa, e vai ter uma segurança de ter um imóvel. Mas, vai ter isso. Na medida em que eles não entendem que podem ser chamados para colocarem dinheiro.

ALEXANDRE: Em um condomínio normal, se tem uma situação extraordinária vai ter uma chamada de condomínio extraordinária, é da natureza do imóvel.

MUKESH: É diferente isso. Mas não é bem explicado na hora de venda. O grande perigo é que você vende um sonho, imagina, por exemplo, do interior de Chicago o meu irmão é médico, médico lá, que são muito indianos. Aí eu mostrei para ele e disse: “escuta aqui, porque você não investe no Brasil? Todo mundo gosta de Condo-hotel”, mas aí falam “só se for o Rio”, “só se for praia”, quanto que eu gastaria em um apartamento de 30m², bem localizado na praia? Seriam duzentos e cinquenta mil dólares.

O sonho é diferente. Você imagina que nunca vai ficar, que tem vista e coisa assim, mas a pessoa que compra outros apartamentos são pessoas que imaginam um retorno e não é bem explicado

para eles na hora da venda que tem esse risco de poder colocar o dinheiro. Então nós temos situações de pessoas que compraram 2 (dois), 3 (três) e venderam outras coisas boas para fazer esse investimento.

ALEXANDRE: Então isso é melhor que seja expresso como fator de risco, de um jeito especialmente explícito do que bloquear o número?

MUKESH: Tem que ser muito bem explicado.

REINALDO: Deixa-me só fazer uma colocação?

JOSE ERNESTO: O Bicalho tinha pedido a palavra ai depois o Reinaldo queria fazer um comentário.

RODRIGO: Claro que o produto tem alguns riscos, como todo produto de investimento tem. Eu acho que essa ideia que o Jose Ernesto particularmente deu, eu não conhecia, de você calcular o investimento como a pessoa ter que demonstrar um patrimônio com o dobro do valor do produto é uma ideia bastante interessante em termos de equilíbrio. Até porque é um produto que você paga muitas vezes também em longo prazo, o impacto do desinvestimento também é menor.

Eventualmente alguém que tenha mais de R\$ 1 milhão e compre 10 (dez) apartamentos em um empreendimento errado pode ter um prejuízo muito maior do que alguém que tenha trezentos mil reais e tenha feito uma excelente compra. Por outro lado, a maneira que eu estava dizendo, muitos pequenos investidores, aqueles que não tenham R\$ 1 milhão preferem comprar um produto de investimento com um lastro imobiliário por conta da aversão ao risco.

Talvez na natureza do brasileiro se encontre muito mais isso, a pessoa compra como um produto de investimento, mas eu sei, entretanto, que eu tenho este imóvel em tal local.

Por exemplo, eu dei um exemplo aqui antes de começarem os trabalhos: aquela situação do meu pai naquele empreendimento em São Paulo. Não é um exemplo porque não está fazendo bem com a planilha do investidor, não está querendo nem saber de quanto que está dando o retorno, etc. Mas, ele está muito tranquilo de ter o imóvel naquele endereço, ter comprado aquele imóvel lá, sabe que aquele lastro independentemente daquele momento se está sendo bem trabalhado ou mal trabalhado, aquilo tem valor, aquilo tem valor para a família como sucessão.

Tem um registro de imóvel. É um bem escasso, imóvel urbano bem localizado sempre tem valor, independentemente do valor do resultado que um mau investimento; já um mau investimento em ações ou debêntures ou título de capitalização pode ser zero mesmo. Então essa questão da ausência do agente de mercado, eu acho que, no caso, talvez esteja super valorizando essa figura que muitas vezes não ajudam em nada, muitos não têm nada do processo de ação do investimento e não têm nada do prospecto.

REINALDO: Vou fazer aqui um comparativo com um fundo imobiliário.

Fundo imobiliário, diferente aqui dos fundos de renda fixa, você convoca a Assembleia o cliente vai lá e o cliente que vai lá nos fundos mais pulverizados são as donas de casa que tem um fundo de uma cota da agência do Banco do Brasil e tem um imóvel que vale cento e vinte mil reais, mas alugado por 500 (quinhentos) reais por mês. E ela, o fundo imobiliário, permitiu a esse pessoal começar em outro. Temos grandes investidores, mas muita gente que temos visto e quer saber como funciona, como está o aluguel, está tendo aluguel, vai ficar vago, não vai ter inquilino...

RODRIGO: Eu acho que 70% dos investidores de fundos de investimentos imobiliários não têm mais que 20 mil reais investidos. No papel, só na razão que eu penso de investir.

REINALDO: Eu sei que a oferta de um fundo imobiliário que eu estou falando foi feita em uma 400, com todo o rigor, com o intermediário financeiro, tenha ele papel ou não, mas aqui eu acho que foi feita toda uma primeira divisão, quando consolidamos isso aqui. Olha só, vamos separar dois tipos, aqueles dois tipos de investimentos, não se discute mais, mas em um que é aquele que vai ter que ir para a 400 normal e tem este aqui que por ser a venda de uma unidade é um negócio imobiliário de verdade. Apesar de ele ser um investimento ele é um negócio imobiliário de verdade.

Digo o seguinte, porque se formos fazer a restrição, nós vamos entrar em um movimento muito maior, porque muito mais do que Condo-Hotel, vende-se sala comercial. As quantidades de salas comerciais que se vendem com o mesmo conceito de investimento deve ser 50 (cinquenta) vezes maior do que de Condo-hotel e o sujeito que compra a sala comercial está indo para comprar um imóvel que irá gerar uma renda e muitos deles têm que aportar capital porque o imóvel ficou vazio e ele tem que pagar o condomínio. Isso é aporte. Então, estamos indo em uma direção de achar que o pessoal não tem menor conhecimento de nada e esse pessoal tem imóveis no seu dia-a-dia. Então restringir, acho que na realidade colocar uma parede na frente de milhares de investidores que estão aí querendo ir nessa direção e dizer: "Não, você não pode comprar esse tipo de coisa porque essa oferta foi feita desse jeito". Então, na minha cabeça não faz muito sentido essa restrição, porque a operação, mesmo sendo um investimento, está protegida por um laço imobiliário que, inclusive, em um fundo imobiliário, é diferente. No fundo o imóvel não é dele. O imóvel está em nome do administrador e não necessariamente em nome do fundo, mas ele não tem o direito de decidir sobre o imóvel e no caso do imóvel dele ele tem o direito de decidir se ele não estiver satisfeito ele vende. Tem outra lógica. Então, acho que restringir, é algo realmente muito ruim para o negócio.

JOSE ERNESTO: Existe uma variação também dos negócios de Condo-Hotel que pouco tem sido discutida. A grande maioria dos hotéis são organizados em estruturas que o operador hoteleiro é um prestador de serviço e que ele gere um ativo em nome, por conta e a risco dos investidores. Assim é a estrutura da grande maioria. Porém, o que temos observado ao longo dos últimos tempos é que tem surgido operadores que estão dispostos a fazer locação desses imóveis. A partir do momento que se tem um contrato de locação, exime-se o investidor de ter que aportar dinheiro adicional. Ele pode até eventualmente não receber, porque você tem algumas locações que são 100% variáveis, baseadas em lucro, mas o locatário assume o ônus de manter o negócio

independente da circunstância. Então, talvez, fazer uma pequena diferenciação, estabelecer que se a oferta estiver envolvendo uma locação que não exige do investidor nenhum eventual aporte adicional, de repente seguir o caminho que o Reinaldo estava comentando de não ter nenhum tipo de bloqueio para este tipo de investimento para qualquer investidor. Para aquele outro que possa ter o risco de aporte como o Mukesh alertou aqui, que eventualmente as pessoas tenham patrimônio mínimo.

ALEXANDRE: Basta deixar explícito que este risco existe. Não consigo enxergar como seria justa a diferenciação entre um Condo-Hotel, uma sala, um apartamento pequeno que não é em regime de hotel, mas que é na maioria das vezes destinado a locação em que o comprador, o investidor deste produto, corre o risco igual.

JOSE ERNESTO: Não, não corre Tadeu. Desculpe-me.

ALEXANDRE: Ocorre, se esta vazio.

JOSE ERNESTO: Não. Uma coisa é estar vazio, outra coisa é você ter que pagar um custo fixo de pessoal independente se o hotel tiver um cliente, um hóspede ou se o hotel estiver cheio. O Lobby está aceso. Independente de você ter um cliente ou o hotel estar lotado você tem o salário de gerente geral, do controller, dos recepcionistas, do pessoal da cozinha. Existe um nível de custo fixo alto em comparação com um simples imóvel. Aqui tem uma operação.

PAULO: Eu diversifico, não é só o meu imóvel, eu estou dentro de um custo que é maior.

MUKESH: E a outra coisa é que você tem que renovar a cada 5 (cinco) anos todas as instalações lá dentro, então.

PAULO: Então deixa isso explícito.

GUSTAVO: O comentário que eu ia fazer vai um pouco nessa linha.

Eu trabalhei na CVM no final do ano de 2012 até 2014. Teve um período, acho que no final de 2012 ou no início de 2013, em que havia uma preocupação muito grande na CVM com os fundos de investimento imobiliário. Essa preocupação se devia, em termos gerais, ao fato de que o mercado, em larga medida, tinha uma percepção equivocada do produto. Tinha muita gente comprando os fundos imobiliários achando que era um fundo de renda fixa, que era dono do imóvel, quando, na verdade, não era nada daquilo. Principalmente não era renda fixa e Acho que o mercado pouco depois acabou aprendendo, da pior forma possível, que não se tratava de renda fixa e que a rentabilidade não estava garantida. Acho que podemos fazer uma comparação entre a experiência com os fundos de investimento imobiliário e a regulação dos investimentos em condo-hotel. É muito importante que os investidores entendam os riscos do produto e a minha percepção pessoal é que os riscos são melhores entendidos nos investimentos em condo-hotel. Não estou, repito, negando que se trata de investimento de risco, mas não me parece que os

riscos associados a esse investimento conduzem à conclusão de que esse produto somente pode ser vendido a um investidor qualificado ou credenciado.

JOSE ERNESTO: Zelo demais.

GUSTAVO: Sim. E esse zelo acaba levando a uma assimetria de tratamento. Pensando na linguagem do edital, a CVM fala, por exemplo, na isonomia na regulação dos produtos, por exemplo. Isonomia não é tratar de forma totalmente igual todos os produtos, ela envolve o exercício de entender as diferenças de cada produto.

No caso do condo-hotel, estou pegando as soluções dos produtos mais drásticos, mais arriscados e aplicando em um produto que, a meu ver, tem um risco menor. Óbvio que a CVM deve regular o produto, pois tem natureza mobiliária, mas é preciso reconhecer que ele tem um lastro imobiliário. O investidor investe em um produto que não vira pó.

RODRIGO: Talvez a melhor solução seja a que você propôs de ter uma correlação entre o valor do investimento e o valor do patrimônio e não travar um número.

PABLO: Eu vou falar aqui de novo, eu vou refazer o disclaimer que o Gustavo gentilmente fez por mim. Que eu não estou falando aqui em nome da CVM.

Assim, eu vou dar a minha opinião, porque certamente não deve ser a opinião de todo mundo na CVM.

Para mim, o maior problema é que você não tem suitability. Certamente tem produtos financeiros no mercado que são muito mais arriscados do que o Condo-Hotel e que na verdade não tem restrição para varejo. Se eu quiser mexer com derivativo, eu consigo mexer com derivativo e posso perder muito mais dinheiro que comprando um Condo-Hotel e é varejo.

Não há qualificação e não tem que ter patrimônio mínimo agora. Agora, se quero mexer com derivativo, porque acho que vou ficar milionário, eu posso. Mas, porque esse é o meu perfil, eu tenho um perfil arrojado, quero mesmo correr esse risco, o risco de perder tudo, porém o problema é meu.

A ausência... eu ouvi algumas coisas ditas aqui “está supervalorizando a ausência de um intermediário nesse processo”, talvez esteja supervalorizando, mas tem uma diferença que em relação a outros tipos de investimento você checa primeiro o perfil daquela pessoa que está lá comprando, você tem o suitability, porque a impressão que eu tive dessa conversa, das outras conversas que eu tive é que é um produto que pode ser bom, é um produto que pode ser interessante para quem é de varejo, para a pessoa que é pequena, não é só para a pessoa que é grande, mas eu não acredito que seja bom para todo mundo.

Eu estou dizendo o seguinte, se eu tenho R\$ 200.000 de patrimônio e vou comprar um Condo-Hotel, pode fazer sentido, mas eu não posso comprar um Condo-Hotel imagino eu e depois ficar

com uma pressão de ter que revender em curto prazo para cobrir a despesa da faculdade do meu filho ou por eu ter que pagar uma despesa hospitalar. O que estou querendo dizer, imagino e acho que isso é uma discussão que temos que ter, tem que ser para alguém que tenha algum tipo de colchão de liquidez.

Parece-me, pelas discussões que tivemos, já que pressupõe algum perfil de investimento, pode ser um perfil que não esteja baseado no tamanho do patrimônio, mas um perfil primeiro pela maturação do investimento. Parece-me que é um investimento que tem maturação de longo prazo. Não posso fechar lá um compromisso de compra de uma unidade para daqui a três meses falar “nem resgato lá o meu fundo de investimento, como resgato o meu CDB. Que posso resgatar para cobrir alguma despesa, conta corrente que ficou negativa”. Não vou poder fazer isso porque eu vou quebrar a cara se eu tentar fazer isso no Condo-Hotel.

Então, assim, eu pago e o que eu mais sinto falta aqui é que é um processo de *suitability* e a minuta, o edital começa falando exatamente da falta do *suitability*, da falta do intermediário que faça isso e *suitability* não significa não poder vender, não significa você chegar ao final e falar “desculpa você não tem o perfil”, isso na verdade você faz uma análise de perfil e informa “olha de acordo com a metodologia que eu tenho de perfil, não seria para você, mas mesmo assim se você quiser comprar ciente de que está em um perfil completamente inadequado, você toma a sua decisão”. Então, assim, acho que este é o processo. Dispensamos o intermediário. Se houvesse um intermediário financeiro, seria pela 400. Ele teria sido obrigado a fazer esse papel. Para não ter este custo, a redução de custo não precisa contratar um intermediário do sistema de distribuição de valores imobiliários, mas ficou faltando isso, faltou alguém que vai verificar o perfil do investimento.

ALEXANDRE: Mas sendo sincero, é um “me engana que eu gosto”. Porque a quantidade de tranqueira que um gerente empurra conforme as metas dele para um correntista, porque supostamente ele atua como um filtro, e no fim do dia o gerente, o corretor, eles irão ter a mesma atitude que é vender, ele quer cumprir a meta dele, então, assim, só para sermos bastante realistas com a coisa.

REINALDO: É que a diferença, hoje vou responder pela CVM, sou de gestão financeira. A diferença é que a condição é alta e o bolso dói, todos os dias. O corretor, eu não sei até onde vai bater em uma empresa pequena que faça a incorporação de um Condo-Hotel, o custo de pagar uma indenização com o investidor, o custo de margem, só o custo de margem e de condição financeira já é algo drástico.

ALEXANDRE: Você pressupõe que tenha havido um prejuízo, o grau de discussão e de indenização do investidor de uma coisa para a outra ele é muito rasteiro.

REINALDO: Eu não vou defender aqui o sistema de *suitability*, mas ele existe no mundo inteiro e cada vez toma mais amplitude. Na própria pessoa física, você recebe responsabilidade. Então, eu sou diretor de *suitability* da Votorantim Asset Management. Se um diretor meu, um gerente fizer

coisa errada, eu pago com o meu patrimônio, a minha pessoa física. Está na CVM e não só Instituição Financeira, então este negócio está tomando seriedade a cada dia que passa no mundo inteiro e cada vez mais forte. Então, o *suitability* é sim uma forma muito forte de controlar isso. O problema é não ter o intermediário financeiro que tem toda uma metodologia de controle em cima dele, quem faria e como fazer. Provavelmente por isso a CVM foi para um controle de valor, de credenciamento, de qualificação.

ALEXANDRE: Eu acho sinceramente antiquada, o valor. Conheço gente que tem mais de R\$ 1 milhão de patrimônio e que é um analfabeto financeiro.

REINALDO: A grande defesa da ANBIMA em cima disso, a ANBIMA defende que não fosse valor, mas acho que é um dos passos que serão cobertos. Podemos encaminhar em uma direção dessa, tirando os valores e tirando essa barreira que eu pessoalmente já acho que no mercado imobiliário, pelas discussões de risco que tem lá, não deveriam existir, mas, ao mesmo tempo, como é que podemos tentar arrumar um caminho.

JOÃO: Também acho que é muito diferente dos outros produtos financeiros. Quando eu compro o CDB do banco, o banco não me empresta dinheiro para eu comprar o CDB. Então, em muitos casos, não sei, acho que vocês poderiam passar isso para a gente de quanto que é este percentual, não sei quantas dessas unidades que são vendidas no meio de um financiamento e de quantas não são.

A pessoa está tomando um empréstimo para fazer um investimento, então isso também tem que ser levado em consideração, porque ele terá o custo de carregar este empréstimo e este, se desandar os fluxos de caixa, ele irá perder não apenas porque o hotel está com ocupação baixa, mas ele terá que pagar os custos daquele financiamento por um prazo muito longo. E se o hotel está com uma ocupação muito baixa é extremamente difícil de revender o quarto e na verdade ele está revendendo aquele conjunto de contratos que, no fim do dia, alguém que vai topa entrar naquele fluxo.

Então, é diferente quando eu compro uma ação na corretora, eu não estou tomando emprestado o dinheiro da corretora para aplicar naquela ação, ou seja, não é exatamente uma comparação justa ainda mais quando for uma pessoa que tomou um financiamento e ela não tinha aquele dinheiro para fazer aquela compra.

JOSE ERNESTO: João, vamos a pouco da experiência que aconteceu nesse mercado. Este mercado têm no mínimo 40 anos já.

Nós observamos no período chamado de Onda dos Flats, pelo fato de que este tipo de produto era muito bom, ou seja, o retorno que ele oferecia era muito bom antes de iniciar este período. O que aconteceu foi que muito investidor comprou, admitindo pagar 30% do produto durante a obra e financiando 70% para pagar com o fruto, com o resultado do negócio.

Como os negócios não deram aqueles resultados esperados, então muitos acabaram perdendo dinheiro e quebrando a cara. Só que este aprendizado e este conhecimento foi distribuído. Tanto é, que o perfil que se observa dos investidores de Condo-Hotel ao longo dos últimos 5, 6 anos é do investidor querendo pagar o mínimo possível durante a obra, por lembrar o que aconteceu com a ENCOL e com outras construtoras. O investidor não quer pagar tudo na frente e correr o risco de não receber, mesmo que hoje ainda existam instrumentos como o patrimônio de afetação. Mas quitando no momento em que a obra fica pronta. Porque o perfil deste sujeito é um perfil de investidor, é um perfil de sujeito que quer obter os frutos do bem e não se alavancar para comprar um imóvel. Isso não faz sentido e não é o perfil hoje do mercado.

A pessoa se alavanca para comprar a sua casa.

REINALDO: É o mesmo perfil de sala comercial. É a mesma coisa.

GUSTAVO: Vamos lembrar aqui que há exceção. É o risco de financiamento bancário, onde o sujeito pode pegar o dinheiro e fazer *day trade* no banco e aqui tem até uma vontade, na verdade de um financiamento que vai passar por uma análise de crédito do banco, e o banco não sai dando esse tipo de financiamento, o banco só dá fazendo análise de crédito. Ele tem até aqui uma preocupação, de um empréstimo que é uma garantia, um ativo real garantido e tem uma análise de crédito também. Então assim, eu não vejo esse ponto criando um risco diferente, assim (...), eu não acho major o risco do investimento.

RODRIGO: Eu acho muito bem lembrado isso João. E eu acho que vocês exploraram isso. Mas, salvo engano essa é uma informação que eu precisaria confirmar. Salvo engano não se admite mais usar o financiamento para produto hoteleiro.

JOSE ERNESTO: Não.

RODRIGO: Então, isso que era uma prática que comprometia sem dúvida o investimento, muitas vezes a pessoa achava que estava fazendo o investimento X e estava fazendo o investimento mais arriscado e pior, e não tinha condições de analisar muitas vezes. Até porque em algumas questões em que o imóvel, um pouco racionalmente, mas isso impactava bastante hoje eu acho que é muito residual e o SFH...

JOSE ERNESTO: Não, hoje o SFH não pode financiar nada que seja comercial, só residencial.

PAULO: Pois é, saiu e era um financiador natural, financiava a obra para o empreendedor e depois havia o repasse do financiamento para aquelas pessoas que não tinham condições de quitar. Isso como produto de investimento ficava pior. Sem dúvida, hoje acho que isso é uma questão, preciso confirmar, mas acho que não tem mais.

Mas um segundo ponto que queria colocar, é claro que idealmente uma pessoa com R\$ 1 milhão com discernimento e com condições para fazer um julgamento deste investimento.

Com R\$ 2 milhões ou até mais, com R\$ 10 milhões idealmente tem até mais, tem que procurar uma temperança aqui e foi colocado um elemento que não é absoluto, que é variável, por exemplo, a pessoa ter o dobro do valor da oferta.

JOSE ERNESTO: No mínimo...

PAULO: No mínimo, algo a se cogitar.

Mas, por um lado, acontecendo com o investidor o que é necessário e por outro a necessidade de que o produto se desenvolva posso estar enganado, mas eu acredito que R\$ 1 milhão como patrimônio mínimo contraria o patrimônio ou as condições da grande maioria, da grande faixa de compradores deste produto, ou seja, não sei te dizer o percentual, mas talvez 30% ou 20% do comprador deste produto consiga superar esta condição. E aí temos um problema enorme, porque a indústria de fato não vai prosseguir. Então como é que fazemos? Quais são os elementos, os objetivos que não são tão fáceis de conseguir? Antes não era necessário você perguntar para o comprador quanto que ele tinha de patrimônio para demonstrarmos este histórico para a CVM.

Como é que achamos este equilíbrio? Porque dentro desta situação ideal necessária de proteger o investidor, mas na realidade daquele que quer investir neste mercado, e mesmo uma pessoa muito esclarecida, um economista, com 3, 4 anos de formado, que ganhe R\$ 5 mil reais por mês e que tenha R\$ 100 mil no banco e às vezes ele analisou e quer aquele produto.

Como fazemos...

JOSE ERNESTO: Uma coisa que faz sentido lembrar é que ao menos, com boa parte das empresas incorporadoras, antes de ela fazer uma venda de um negócio para alguém, faz-se uma análise de cadastro para saber se aquela pessoa tem capacidade financeira para honrar aquele contrato. Então, começa por aí. Você tem um filtro do próprio ofertante, porque se for vender para alguém que não tem capacidade para honrar, não faz sentido vender.

ALEXANDRE: Acho até mais rigoroso do que seria um filtro mais genérico. Ele é real e específico.

RAFAEL: É que o foco é diferente. Não é só o risco de crédito. Passaria para a equação de necessidade...

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Bom, enfim...

REINALDO: É um ponto que teria que repensar...

RAFAEL: Tem um estudo que tem o perfil do investidor do Condo-Hotel ou não?.

JOSE ERNESTO: Não, mas poderíamos desenvolver uma pesquisa.

O que percebo é o seguinte. Acho que esta Mesa Redonda vai ser muito rica para possibilitar cada uma das entidades de classe que estão aqui representadas, e das empresas interessadas, oferecer seus comentários à CVM, formalmente, por escrito, referentes a todos os pontos. O que dificilmente, pelo período que temos conseguido chegar a consensos, mas acho que está sendo muito rica.

Vamos passar adiante. Temos basicamente mais 3 pontos. Um chamado do material publicitário, o tema da dispensa automática que, de certa forma, já cobrimos e sobre a sociedade operadora.

RODRIGO: E a modificação do valor da oferta.

JOSE ERNESTO: E a modificação do valor da oferta.

Vamos então falar sobre o valor da oferta que eu acho que é mais relevante do que falar sobre o material publicitário.

ANTONIO: Eu vou pedir licença para vocês, porque eu tenho que ir. Obrigado. Boa tarde.

JOSE ERNESTO: Vamos então tratar deste tema, porque, realmente, mais uma vez, a oferta de valores mobiliários, via de regra tem um período curto de 90 (noventa) a 120 (cento e vinte) dias. O produto está claramente tipificado, especificado, preço, retorno, tudo mais, só que este produto varia ao longo do tempo, não só pelo fato de que as condicionantes do mercado vão se alterando. Hoje, por exemplo, vemos ofertas de valores inferiores ao que acontecia a 2 anos atrás por condicionantes econômicas, mas usualmente, ao longo do tempo, conforme a obra vai ficando mais próxima do término e mais próxima do início da operação e por consequência do início do fluxo de caixa.

Então, a tendência é que você ganhe preço. Até também existe escassez. Lembrando o Fasano Vieira Souto, que é um Condo-Hotel, não sei se vocês sabem ele foi lançado em 2005. Uma semana depois do seu lançamento o preço já estava 20% mais caro, porque, pela demanda, a demanda era tão grande em frente aquela oferta que o incorporador resolveu não vender, aumentar o preço e depois colocar a mercado. Então, se nós estamos falando de uma oferta que vai durar 36 meses, 2 vezes, até que ponto a oferta não pode ser modificada?

Quem quer fazer algum comentário?

PABLO: Acho que endereçamos a questão. Porque tem uma regra de modificação, é o artigo 24. A modificação do preço ao longo da distribuição do CIC Hoteleiro, em razão da expansão do mercado, da diversidade das condições de pagamento, que ainda pensamos, bem como em virtude da atualização das informações constante do prospecto e do estudo de viabilidade.

Então o que ele diz para a CVM praticamente, se flutuar o preço em razão disso tudo que o Jose Ernesto falou isso não gera, não caracteriza a modificação dar certo e não tem as consequências

que normalmente uma modificação de oferta tem, como você ter que abrir a possibilidade de desistir que ele aceitou.

RODRIGO: Uma dúvida da minha parte.

Vamos supor, para seguir o exemplo que o Jose Ernesto deu. O lançamento deste produto, por um determinado preço tem R\$ 100 mil, R\$ 200 mil reais, após 1 mês imagina se subisse o preço para R\$ 220 mil reais. Não houve uma necessária alteração no mercado macro como um todo e sim uma questão de demanda por aquele produto.

Como eu posso fazer isso sem estar desobedecendo a regra? Faço uma atualização do prospecto quando coloco uma tabela de venda e eu falo: “olha a tabela de venda era de tanto a tanto e agora esta sendo esta” e com isso não estou na visão da CVM infringindo um tratamento equitativo?

DOV: Sinceramente eu acho que a gente tem que pensar, acho que, como alguém colocou aqui no início, tem muitas coisas que indicam a nossa regra com situações práticas e concretas. A realidade vai mostrar os desafios que se levantam, então talvez esse seja um deles.

Primeiro acho que exatamente este caso, que esse artigo, esse dispositivo que o Pablo mencionou, ele endereça uma modificação de preço e aqui a condição de mercado talvez 200 ou 220, as condições de mercado estão mudando por conta da oferta e demanda. Vocês estão vendo um reequilíbrio de oferta e demanda.

A sua pergunta é: como isso é colocado? Acho que, na prática, pensando alto aqui, a atualização de prospecto e estudo de viabilidade não é para ser atualizado todo dia, toda semana. O material publicitário sim, sem dúvida o anúncio que você vai anunciar em um preço diferente mais um motivo para isso não (...), já pulando para outra questão aqui, de não ter que vir a CVM “olha eu não estou mudando, mas eu mudei o preço aqui, reaprova este material publicitário”. Acho que isso não faz sentido.

Nas atualizações periódicas desses documentos, vai ter que estar refletido sim. Acho assim, que é tão refletido como isto. Não sei se eu estou, talvez algum ponto que eu esteja esquecendo.

RODRIGO: É que na mesma mesa, no mesmo dia. Talvez você esteja vendo na unidade 31 por 210 e a unidade 31 por 200.

DOV: 32 (trinta e dois) por 200 (duzentos);

RODRIGO: 32 (trinta e dois), perdão.

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Por quê?

Por questões de a tabela ser o preço maior e alguém pleiteou, insistiu, já é cliente da incorporadora e conseguiu um desconto. Isso é a prática absolutamente usual.

Em um encerramento que você fez um dia em um stand que você fez 10 vendas, as 10 estão com valores diferentes.

DOV: Isso é uma questão que sinceramente é diferente do outro caso que você mencionou que eu estou vendendo por 200 (duzentos) aquela unidade. A 31 por 200 eu não vendi ainda, mas eu estou vendendo às outras e quero aumentar aquela unidade de 200 para 220, uma coisa tranquila.

A outra coisa é isso: chegam duas pessoas para comprar e facilitar o exemplo, duas unidades exatamente iguais a 208 e a 209, a vista é igual, a metragem é igual, mas não é a mesma unidade uma do lado da outra, mas para facilitar o exemplo são idênticas e ai vai alguém e fala: “para você é duzentos mil e para você que é meu conhecido é cento e noventa, eu dou o desconto”.

DOV: Você tem que ter um tratamento equitativo e aqui claramente não é equitativo, aqui é seu amigo. Em uma oferta de ações é inimaginável ocorrer uma situação como está.

Sinceramente eu não sei...

GUSTAVO: Porque é a diferença do produto, pois é exatamente...

DOV: Não, mas esse é um produto idêntico.

-Várias pessoas falando-

PABLO: Pensando nisso, pelo menos sobre a diversidade de condições de pagamento, pensamos: “não, se eu estiver comprando 3 (três) ou se a gente estiver comprando 11 (onze) eu vou dar o desconto”.

PAULO: Mas aumenta o gênio, não tem a mesma homogeneidade que tem uma ação. O simples fato de estar um localizado aqui e outro localizado ali, já muda, né?

DOV: O que eu sugeri, não sei se vocês concordam comigo, porque vai dar mais trabalho...

O fato é que, na audiência pública, é claro, a finalidade primordial disso é obter sugestões e verificar a realidade. Mas há também um objetivo acessório (talvez seja uma palavra até muito forte). Um outro objetivo é também conseguir esclarecimentos do regulador. Isso é um ponto que poderia ser pedido esclarecimento, né?

GUSTAVO: Eu posso fazer outro ponto? Desculpa, estou dando trabalho para o Pablo hoje.

Eu acho que tem um outro ponto importante para tratarmos aqui. A minha experiência profissional com ofertas de distribuição foi sempre em ofertas de ações, mas lendo novamente a

minuta submetida à audiência pública e tentando fazer um paralelo com o regime da Instrução CVM 400, podemos ver que dinâmica é um pouco diferente nas ofertas de condo-hotel.

Normalmente, digo, em uma oferta 400, tenho o aviso ao mercado, o roadshow, a fixação do preço da oferta, a obtenção do registro, a publicação do anúncio de início e depois o de encerramento.

Tenho um marco específico no qual ocorre a venda para todo mundo. Então, quando você discute quanto tempo a oferta fica aberta, na prática existe um momento de venda. Já na oferta de condo-hotel, parece que durante esses 3 ou 6 anos, temos quase um programa de oferta, de colocações. Estou aqui tentando construir paralelos com o regime de ofertas registradas que já temos em vigor. No caso do condo-hotel, ao que me parece, temos uma situação diferente. Por exemplo, eu posso ter vendido um produto no segundo ano para uma pessoa. A pessoa está feliz da vida com o investimento quando dois anos acontece alguma modificação que leva a uma mudança mais substancial no documento da oferta. Embora a oferta não tenha sido encerrada, a oferta não se concluiu para aquela pessoa que comprou o condo-hotel há dois anos?

Sinceramente, eu tenho um pouco de dificuldade lendo aqui a minuta da regra e pensando em outras ofertas típicas de valores mobiliários mobiliários. No caso do condo-hotel, a oferta começa em uma fase pré-operacional e pode se estender durante 6 (seis) anos, até uma fase que o Condo-hotel já esta rodando há alguns anos. Eu não sei como modular, eu estou aqui mais colocando uma preocupação de como usar uma regra de oferta pensada para valores mobiliários mais clássicos para este produto tão atípico, pois foi um ponto que me causou um pouco de estranheza.

PABLO: A dificuldade, na verdade, é que estamos diante de uma situação de regulação mobiliária para um produto imobiliário.

RAFAEL: É um produto mobiliário, também.

JOSE ERNESTO: Ele é de base imobiliária.

PABLO: Mas, a lógica de formação de preço, de condições, não é a mesma.

RAFAEL: Desculpa te interromper Pablo, mas a intenção, justo com a CVM, porque acho que até a CVM foi muito flexível e é muito sensível ao mercado para criar este prazo super extendido, e aí criam as suas distorções, porque se alguém quisesse fazer uma oferta de ações durante 1 (um) ano, isso não existe, né?

PABLO: Acho que, de fato, inevitavelmente temos que flexibilizar a nossa regra para dar conta da realidade do mercado e acho que a nossa regra vai também exigir um esforço de adaptação.

Estava a um tempo cuidando da venda de um apartamento do meu pai e eu estava em contato com o corretor e ele queria cobrar uma determinada comissão, e eu falei: “essa comissão eu não pago”, e ele falou: “eu não posso baixar a minha comissão, porque eu faço parte de uma

companhia aberta de corretores e a CVM proíbe eu cobrar menos do que esta comissão”, eu já trabalhava essa época na CVM e eu falei “nossa interessante essa regra da CVM, mas você deve estar certo, né?”, porém o que eu estou querendo dizer, eu só estou tentando provocar um pouco de que até que ponto que se chegassemos a uma conclusão de que de fato a CVM não deixa vender no mesmo dia, no mesmo stand 10 apartamentos por preços diferentes, quanto isso seria um problema? Ou se na verdade chegaria à conclusão de que “meu amigo me desculpa, mas eu não vou poder dar desconto, porque a CVM não me deixa”.

-Várias pessoas falando-

RAFAEL: Compra semana que vem, semana quem vem eu vou conseguir baixar o preço.

-Várias pessoas falando-

PAULO: É como a questão dos R\$ 300 mil. Não posso baixar pela regra atual, não posso te vender abaixo de R\$ 300 mil, porque se não eu estou fugindo da dispensa que foi aprovada, não posso vender por duzentos e noventa e nove.

PABLO: Mas fica uma artificialidade.

PAULO: Embora isso seja benéfico para você.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Como o Pablo contou uma piada, eu me sinto a vontade para colocar um tema aqui, não é uma piada, mas não tem nada a ver com mercado de capitais.

Eu sou um liberal por princípios e valores e acho que o estado brasileiro avança muitas vezes na vida do cidadão e até não permite que ele seja um idiota, se quiser. Tentamos cercar tanto o cidadão para que ele não cometa idiotices que, no final das contas, criamos um país que nos mostra quantas idiotices existem. Não estou querendo dizer que o regulador do mercado de capitais deva promover anarquia, não é isso. Mas, tratando-se de um produto que vai ser ofertado ao longo de vários anos, do mesmo jeito, que uma ação varia no dia-a-dia, este tipo de produto também poderia variar na sua oferta ao longo do tempo.

A partir de um momento que um investidor recebe um estudo de viabilidade e que ele pode fazer cálculos, se ele pagar mais caro do que ele está sendo vendido ali, seu retorno será menor. O estudo de viabilidade pode mostrar muitos cenários diferentes, muitos preços diferentes para o sujeito poder analisar qual seria a taxa de retorno dele com os preços diferentes que esta pagando. A partir do momento que ele tem este tipo de informação, que está sendo colocado nos fatores de risco que se ele pagar mais caro do que aquele preço base o retorno dele pode ser menor, se ele pagar mais barato o retorno dele pode ser maior.

Eu acho que faz parte da essência do mercado essa variação de preços dos produtos.

GUSTAVO: Acho que esse ponto ilustra bem o que o Pablo disse acima, sobre a dificuldade de usarmos a regulação mobiliária para um produto imobiliário. A regulação das ofertas de valores mobiliários se baseia em larga medida na divulgação ao público investidor dos riscos. Na situação que estamos discutindo, no limite teríamos que ter fator de risco com a seguinte advertência: “Outro investidor pode negociar melhor que você”. Tentando aqui pensar com o instrumental clássico da regulação do mercado de valores mobiliários, em uma oferta pública, onde o tratamento igualitário dos investidores é usualmente um ponto elementar, esse fator de risco é uma coisa muito estranha.

PABLO: Acho que temos que fazer esse pedido de esclarecimento e nos posicionar, porque eu estou entendendo, eu estou entendendo perfeitamente, que as coisas acontecem de determinada maneira. Temos que testar o nosso limite aí, o nosso limite de como acomodamos isso.

A regulação diz, há muito tempo, e alguns conceitos segmentaram.

GUSTAVO: O desafio é muito grande.

ALEXANDRE: Sabe o que acontece muitas vezes? Para cumprir a meta, porque às vezes você tem mais de um intermediador fazendo aquele produto. Para cumprir a meta do mês tal, o sujeito corta o que ele falou e aí é uma grande conversa fiada, evidentemente, né? Ele corta a comissão dele, porque é mais importante ele vender aquela unidade e fechar a meta do mês, mesmo com a comissão menor. Então assim, para o empreendedor o valor a ser recebido é igual, mas para o comprador vai ser menor, porque o corretor abriu mão do pedaço da comissão, porque no global daquele período ele fechou uma meta.

Essas condições muito específicas do mercado são variantes, essa é a realidade. E é aquilo que você falou ou damos um jeito de acomodar isso em uma maneira transparente ou vão arrumar um jeito de chegar a esse resultado.

PAULO: Ou você vai engessar o mercado e vai prejudicar o consumidor na outra ponta, porque ele vai deixar de dar um benefício que auferiria se o mercado estivesse funcionando normalmente.

ALEXANDRE: Aparece no jornal, esse sábado o empreendimento.

-Várias pessoas falando-

DOV: Mas isso, assim, pensando alto, mas claro sem dúvida que isso tem que... Temos que pensar. Se isso é uma questão fácil ou difícil, temos que pensar.

Não é nem uma regra, eu acho que é um princípio que rege ofertas públicas em geral que é o tratamento equitativo. Você não pode, é inimaginável no mercado, em uma oferta de ações, em qualquer valor mobiliário ter tratamento desigual para as pessoas porque é meu amigo ou porque é mais hábil na negociação. É inimaginável isso.

Você vai tratar naquele dia, aquele cara que chegou mais com jeitinho, melhor ou com aquele corretor que está mais apertado na meta e o outro não. Outra coisa é feirão de imóveis nesse domingo e para todo mundo. “A não, mas teve um cara que comprou ontem, mas é para todo mundo a modificação” eu acho uma interpretação, não sei se vocês concordam que isso está contemplado aqui. É minha interpretação, não estou falando pela CVM, nem pela SRE.

RAFAEL: Eu também acho, também acho. Mas, você está indo para todo mundo. Então, não está completamente desigual naquele momento. A questão é o tratamento em momentos específicos desiguais. Essa é uma dúvida que como você falou, o mercado...

RODRIGO: O mesmo momento de mercado tem tratamentos diferentes.

DOV: ...E sem transparência, a transparência do feirão de imóveis ou Black Friday do Condo-Hotel...

PABLO: Eu acho que parece tranquilo.

DOV: (...). Eu acho tranquilo também, mas não é só isso...

-Várias pessoas falando-

DOV: O Gustavo está saindo aqui da sala.

Não, pode ir. Fique à vontade.

Mas, eu só queria levantar um ponto de modificação de oferta.

Eu acho que endereçamos essa regra que vem não é nem inspirada ela é copiada da regra das ofertas em geral da 400, com as devidas adaptações que fizemos na verdade. Foi o que conseguimos pensar, mas que não só conseguimos pensar, foi o que veio de vocês, do mercado.

O exemplo clássico da modificação e que é preocupante e tudo, foi a questão do preço com os seus pagamentos, por isso que está aqui.

O Gustavo levantou um ponto que 6 anos, talvez não seja só isso. Sinceramente, mas nem ele mesmo aqui não conseguiu fazer algo concreto que seria uma modificação.

Assim, consigo ver um exemplo esdruxulo, mas um hotel, um Condo-Hotel que foi vendido com a energia verde, a energia renovável. Esse hotel vai ser auto-sustentável com janelas de vidro para captar a luz solar, algo assim e vem um monte de gente querendo comprar aquele Condo-Hotel por aquele motivo e vai 1 ano depois ver que não é economicamente viável, ou seja, agora vamos fazer um hotel movido a carvão. Assim, para mim isso é uma modificação de oferta claríssima.

RODRIGO: Sim, mas pelo CDC também, sem dúvida porque você não vai cumprir a oferta que você fez do produto.

PABLO: Eu acho que depois que você registra o memorial, não dá nem para alterar as condições físicas.

-Várias pessoas falando-

PABLO: Acho também, alguém alterar o contrato com a remuneração da operação hoteleira. Isso é uma coisa que pode acontecer? Se ela vai ficar com 10% e altera, agora é 15%.

RODRIGO: Não pode também.

JOSE ERNESTO: Poderia se fosse mais favorável ao investidor, como diz a própria regra.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Ver se uma remuneração aumenta, ou se ela diminui.

RODRIGO: O nível de ocupação é uma situação que vai, está chegando ao fim do empreendimento, o empreendedor tem meia dúzia de unidades e depois não vai ficar fazendo campanha publicitária para vender isso e ele dá uma ordem "vende".

Pera aí, mas isso não necessariamente tem uma publicidade aberta para todo mundo. Mas chega a pessoa no stand e fala "quanto é?", olha são R\$ 300 mil, mas eu estou fazendo por R\$ 270 mil se você comprar hoje. Uma pessoa compra após isso ele vai ter um contrato com R\$ 270 mil. Uma pessoa de 1 ano atrás tem um contrato com R\$ 300 mil.

ALEXANDRE: Eu acho que é muito mais de se a coisa é genérica, ou seja, não importa se é o João ou a Maria que vai chegar lá. É genérico? O cara vai ter um contrato de R\$ 270 mil e não de R\$ 300 mil.

RODRIGO: Mas como eu provo que é genérico?

PAULO: Mas aí Rodrigo, acho que por se tratar de um contrato de investimento coletivo, vai ter que ter alguma precaução maior de documentar isso. Mandar por escrito para o stand e falar: "a partir de hoje você vai dar um desconto, não tem nada documentado". Não vai ser tão informal como em outras situações, mas eu acho como o Dov está falando que não como CVM...

ALEXANDRE: O ponto de vocês é serem coisas personalizadas, ou seja, (...).

DOV: Temos um princípio básico que é que tem que ter tratamento isônomo para todos. Você não pode fazer favores para tratar um melhor que o outro, na prática, é como trabalhar isso.

RODRIGO: Você tem razão, mas se eu comparar uma condição de pagamento, voltando para aquele exemplo, se eu comprar em um lançamento de ações, comprar cem reais de ações ou mil reais de ações, eu vou ter o mesmo tratamento e vou pagar o mesmo preço por ação e não pode

ser diferente. Se eu chegar ao Condo-Hotel e falar “se eu comprar 5 (cinco) Condo-hotéis quanto que você me faz cada um?”. E ele falar que me da 10% de desconto em cada um.

Isso vocês entendem que eu estou tendo um tratamento diferente pelo investimento que eu estou fazendo naquela oferta.

Vocês entendem que está coberto pela questão da isonomia.

DOV: Neste caso eu acredito que sim.

PAULO: Deixa-me perguntar uma coisa...

RAFAEL: Eu não iria tão longe. Eu não tenho este conforto, mas...

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Daqui a x anos talvez Pablo, Dov e João não vão estar lá. Não pode ser parâmetro essa discussão e uma leitura...

RAFAEL: Mas esse esclarecimento...

-Várias pessoas falando-

PAULO: Deixa-me perguntar uma coisa...

Mas o referencial aqui não é o estudo de viabilidade? Quer dizer, se eu mudo alguma premissa do estudo de viabilidade que altera a equação de forma desfavorável para o investidor e eu vou ter uma alteração da oferta...

DOV: Não. Vamos lá, o que é uma premissa de estudo de viabilidade? O estudo de viabilidade vai prever oferta e demanda. Vai prever a demanda, a taxa de ocupação. São coisas exógenas.

PAULO: Mas ele também vai prever a comissão do operador hoteleiro.

DOV: Mas isso não é exógeno. Se você decide... Assim, eu acho que é uma modificação e, de novo, estou falando por mim aqui. Uma coisa que você decide de “eu vou mudar”, a comissão do operador hoteleiro você decidiu mudar, então é uma modificação.

“Apareceu uma favela, quebrou uma UPP do lado do hotel e a taxa de violência aumentou muito”, você não modificou nada, é um fato da vida e fatos da vida não são modificações.

Suas decisões que vão acabar mexendo na rentabilidade do negócio, sim.

PAULO: É então, mas a gente (...).

JOSE ERNESTO: Você mudou a operadora hoteleira, por exemplo.

PAULO: Não, eu sei. A questão é diferenciar, como diferenciar. Mudar a operadora ou alterar a comissão e reduzir preço ou praticar algumas condições mais vantajosas que sejam cabíveis.

DOV: Redução de preço a princípio seria uma modificação de oferta, uma oferta.

-Várias pessoas falando-

PABLO: (...). Aqui está expressamente excluindo isso.

RAFAEL: Então vai entrar um Ibis lá.

(?): Não, mas claramente já está operando.

-Várias pessoas falando-

RODRIGO: Não, mas alguém que coloca uma alteração de preço com uma modificação e aí excluem algumas hipóteses que é (...).

-Várias pessoas falando-

(?): Eu não estou com ele aqui na minha frente, mas tudo está bem claro.

DOV: É isso aqui, parágrafo sexto aqui.

-Várias pessoas falando-

JOÃO: Mas aí eu acho que quando você envia as correspondências, talvez você tenha que trazer os exemplos práticos. Nós conseguimos trazer essa situação, essa situação como típicas...

PABLO: Fomos até onde conseguimos chegar.

DOV: Agora falando com chapéu de SRE, pela área técnica. Assim dá mais trabalho na audiência, no pós audiência antes de apurar isso.

Para a área técnica de supervisão, melhor dos mundos. Então se são situações que foram pensadas, estão lá explicadas e eu já sei como vou atuar. Não tem problema.

JOSE ERNESTO: Claro.

DOV: Para mim é o melhor dos mundos.

JOSE ERNESTO: Senhores, vamos passar para o material publicitário?

Bom notamos aqui que houve um avanço enorme.

Hoje todas as peças publicitárias precisam passar pela CVM e nos parece que é um avanço muito grande permitir que os ofertantes assumam o compromisso de elaborar, uma vez que estejam de acordo com o princípio de linguagens moderadas, advertindo os investidores, os potenciais investidores ao risco do investimento e utilizando informações que fazem parte do negócio especificamente.

Pessoalmente sinto-me bastante confortável com tudo o que está aqui. Alguém tem algum comentário?

RAFAEL: Só por parabenizar por ter assumido que realmente assim está resolvido e é mais eficiente impossível (...).

DOV: Eu tenho...

JOSE ERNESTO: O que você quer mudar, DOV?

DOV: Eu não quero mudar nada. Primeiro é um depoimento. Isso não foi uma questão simples de discussão. Isso é uma mudança de paradigma na CVM. Acho uma das coisas mais importantes que a CVM regula e de novo a CVM não analisa o mérito dos investimentos, ela não vai dizer: “compre isso”, eu permito que isso vá ao mercado, porque este investimento é bom ou ruim, ela não faz isso. A maneira que ela trabalha de proteção ao mercado, é que exista um conjunto suficiente de informações para tomada de decisão consciente também, embasada dos investidores. Então, eu aprovei isso aqui.

A questão do material publicitário, uma das informações é o material publicitário vemos muitos problemas em geral. Mas a questão é como endereçar o investidor. Então, é uma preocupação muito grande que temos. Mas no caso de Condo-Hotel estamos considerando que se trata de uma realidade diferente dos outros valores mobiliários. Não só porque tem essa natureza imobiliária, tradição do mercado imobiliário e essa diferença muito intensiva de material publicitário. Temos oferta de determinados valores mobiliários que praticamente não tem nada. Aqui não, aqui o negócio é intensivo mesmo e a quantidade que você vai mudando isso e com uma oferta dessa duração, todo mundo pensando que em 6 anos realmente não faz sentido toda hora vir à CVM. Mas, na verdade, estou falando tudo isso para dar um alerta. Estamos dando um passo de confiança. Porque, sinceramente, sejamos francos, pelo menos a minha opinião, isso não é difícil e não tem mistério.

Como o prospecto tem que ser montado? Não acho que tem muito mistério. Um documento grande com algumas coisas complexas, um estudo de viabilidade, eventualmente. Agora, material publicitário, temos na SRE, o Ofício Circular de 2013, já anuncio que vamos soltar agora em 2017 o novo Ofício Circular, como se fosse um manual. Vamos fazer um manual nosso, então todas os ofícios-circulares anteriores vamos, na verdade, atualizá-los e colocar neste Ofício Circular e vai ser no início de 2017, e uma das sessões vai ser material publicitário.

Sinceramente posso reduzir isso a uma frase. É um material que não é linguagem emocional, ele é de linguagem objetiva, sem ser apelativa e fazendo as devidas ressalvas dos riscos daquele investimento.

Em uma frase eu resumi o que tem que ser o material publicitário de uma oferta, ou seja, seguir isso sinceramente é simples. Não tem nenhum exercício intelectual para saber o que é adequado. Na prática sabemos e vemos que as pessoas não seguem. Por que? Só consigo visualizar assim, resolvem não se guiar, tentam ir um pouco além, não conseguem se segurar e tentam passar a idéia de que é imperdível.

É um apelo de venda.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: É uma linguagem super serena. É tudo garantido!

DOV: É tudo garantido, já saiu. A CVM garantiu!...

...risadas...

PAULO: O material publicitário padrão é muito chato. Então, na verdade, como material de marketing não tem esse apego “de pega o vendedor e vai vender”.

DOV: Talvez o modo ideal não fosse o material publicitário, mas é o nome está consagrado aí no mercado. Então eu estou falando isso. Estamos dando este passo, mas também é um passo que acreditamos que o mercado consegue seguir. E, mais um detalhe, estamos permitindo que em um momento do pedido do registro venha com aqueles modelos, venha com aqueles materiais.

RODRIGO: Para a segurança jurídica, porque se estiver na dúvida atraí...

RAFAEL: E é super importante.

PAULO: Não e vocês estão passando a bola para o mercado.

-Várias pessoas falando-

DOV: E vou fechar só com um alerta.

Por favor, já que não estamos olhando antes, pressupõe-se uma supervisão a posteriori. Vamos fazer essa supervisão. Até o material publicitário ser regularizado vamos suspender a oferta. Então, por favor, tomem cuidado e repassem esta mensagem, disseminem esta mensagem que venham adequadamente para o mercado.

Não queremos suspender, mas teremos que suspender.

REINALDO: Deixa-me fazer uma pergunta?

Deixa-me tentar dividir a conversa que eu acho que essa linguagem é conhecida do mercado de capitais, então a pesar de acontecer com...

DOV: Não, mas não acontece muito. Problemas com materiais publicitários são excepcionais.

REINALDO: Em um material publicitário de um Condo-hotel, nem todos são assim, mas ele pode acontecer. Ele tem uma parte do imóvel e uma parte dos investimentos.

Nós estamos quando enquadrados do mesmo jeito o mercado de capitais, falando quando falo do investimento ou quando eu falo do imóvel?

JOSE ERNESTO: Na verdade o contrato de investimento coletivo é um conjunto de contratos que acabam perdendo a característica isolada de contratos independentes. Cria-se uma coisa complexa que une todos os contratos. Nós não temos mais, no caso do CIC, por favor, os advogados me corrijam se eu estiver errado. Mas, nós não estamos mais falando em transações individuais separadas. Não existe mais isso, não há como apenas comprar a unidade autônoma e não participar do restante do negócio.

REINALDO: Eu entendo isso, mas não é isso que eu estou colocando. Eu estou colocando quando vista do material publicitário. Vou criar um material publicitário, é única.

JOSE ERNESTO: Tanto que essa interpretação que tem dominado, acredito todo mundo. De que o CDC não se aplica mais a essas transações a pondo do investidor poder bater na porta do incorporador e exigir do incorporador o distrato.

RODRIGO: É infelizmente não é tanto assim...

RAFAEL: Isso é o que a gente tanto almeja.

RODRIGO: Temos essas decisões, trazidas pelo Rafael, que vão nesta linha. Depende muito do que a pessoa alega. A pessoa alegava que o retorno não era o esperado, mas não tinha nenhuma... não alegava uma violação da informação, de uma propaganda enganosa. São fatores que se subirem a taxa de juros que aquilo que você esperava de um produto você já consegue melhor no banco, enfim.

A análise daquelas decisões é no sentido de o produto de investimento não pode devolver, porque ou existem outros investimentos que atualmente são melhores ou porque você esperava um retorno se aquelas variações estão dentro dos riscos apontados. Infelizmente nós temos várias decisões em que a pessoa aceita o distrato de qualquer produto imobiliário até porque nem sempre a incorporadora também faz uma defesa bem feita no sentido da diferenciação da natureza do produto que acabou levando ai.

JOSE ERNESTO: Temos orientado nossos parceiros nos contratos de compra e venda a inserirem uma cláusula estabelecendo que o comprador reconheça que se trata de um valor imobiliário, de um negócio de investimento, que não está afeito ao código de defesa do consumidor e que no caso específico aquele negócio, por exemplo, foi dispensado de registro pela CVM, etc. Temos incluído uma cláusula contratual estabelecendo este reconhecimento por parte do comprador, colocando-o como investidor. Se isso vai para o Judiciário um dia, se o Judiciário vai decidir diferentemente, são outros quinhentos. Mas, na nossa visão, é uma configuração completamente diferente.

Nós estamos falando de investimento público, se o sujeito comprasse uma ação da Petrobrás e ela caísse depois, mas não vamos bater na porta da Votorantim e falar: “Olha devolve o meu dinheiro que você me vendeu uma ação e eu não quero mais”.

PAULO: Tanto é um investimento público que nós estamos aqui.

JOSE ERNESTO: Exato.

DOV: Daqui a pouco eu vou ter que ir.

JOSE ERNESTO: Já estamos encerrando. Na verdade, acho que só tem mais um ponto que é referente ao estudo de viabilidade e que queria fazer uma sugestão.

Ele está muito bem detalhado, existe uma norma da ABNT para avaliações que eu acho que talvez isto ajude para efeitos de melhor definir tudo o que precisa estar dentro do estudo de viabilidade.

Eu posso depois encaminhar qual é a regra. Deixa-me ver se tem algo aqui, eu tinha anotado.

RAFAEL: Estudo de viabilidade?

JOSE ERNESTO: Sim.

Tem uma norma da ABNT que é NBR 5676. Que é a NBR 5676/89. Ela descreve extensivamente tudo o que precisa fazer parte. É como se fosse uma avaliação a ser feita por um ativo em um fundo imobiliário. Entendeu? É muito parecido.

Só isso, se alguém não tiver mais nada para colocar...

PAULO: Eu tenho o último tema. A questão das hipóteses da dispensa automática de registro.

JOSE ERNESTO: Ok, verdade.

PAULO: Eu acho que é um comentário geral, até porque se a gente fosse falar disso detalhadamente acho que ficaríamos algum tempo. Mas, acho que, de alguma maneira, temos critérios que eu sei que é difícil estabelecer um corte para validar as hipóteses, mas a minha impressão pessoal é que este corte foi um pouco baixo e não sei se valeria também nessa hipótese

assim como estamos falando das outras, de ter uma avaliação concreta, mais detalhada para entendermos qual o efeito disso no mercado e também o que essas hipóteses estão alcançando. Porque quando falamos em 5 unidades, acho que são 5 unidades no caso da venda no mercado secundário. É isso?

JOSE ERNESTO: Isso.

PAULO: E depois eu acho que são 10% no caso do estoque.

RAFAEL: Limitado, retratação, evolução, distrato...

PABLO: E comercialização de distrato.

PAULO: Isso. Ai é em 1 ano.

Minha primeira questão é mais geral, será que como uma situação como esta seria necessária um novo registro ou uma atualização dos dados que já foram objeto de registro não seria suficiente?

DOV: Você diz uma situação que exceda esses números?

PAULO: Sim. Uma situação que exceda esses números.

E é obvio que no caso que estamos falando, da venda do estoque, estou tratando diretamente com o incorporador. Então, o incorporador é a parte no registro.

Agora, no caso da venda no mercado secundário, já é uma situação um pouco mais difícil para essa solução, porque o investidor não é.

Mas, ao mesmo tempo estamos onerando dai o investidor mais do que oneramos o incorporador ou o operador hoteleiro.

Ele teria que fazer um novo registro e passar por todo o processo da CVM. Não vai fazer e você vai acabar travando o mercado secundário que é um aspecto muito importante e é algo que hoje em dia, se não me engano, acho que o Jose Ernesto vai poder dizer que ainda é muito insipiente.

Em uma situação como esta, acho que vamos incentivar menos ainda, porque toda vez que formos fazer uma venda sabemos que são comuns os casos em que o investidor adquire mais de uma unidade. Isso é bastante comum. Estamos colocando um ônus muito grande.

PABLO: Estavamos colocando até 5 unidades.

RAFAEL: Qual o prazo? Porque eu não sei se ficou muito claro...

DOV: A cada ano pode vender 5 unidades.

RAFAEL: A cada ano pode vender 5 unidades.

PABLO: Acho que no edital tínhamos que apresentar alguma proposta. Apresentamos isso. Queremos comentários sobre tudo, mas esse ponto em particular porque sabemos que tem que calibrar isso.

Achamos que 5 unidades era razoável. Não sei a dinâmica secundária de Condo-Hotel. Imaginei que o pequeno investidor compra uma, duas, três unidades. Se ele for revender, achamos que 5 unidades era o limite por ano. Dava um passo bom.

REINALDO: Talvez fosse melhor o percentual das unidades. Se você tem um empreendimento de mil unidades, estou chutando, 5 é nada, né?

-Várias pessoas falando-

PABLO: Mas, é comum colocar 20 (vinte) unidades.

RODRIGO: Permutante. 20 unidades é o dono do terreno.

É aquele que vai receber em pagamento do terreno, por exemplo, 30 apartamentos no hotel. Aí é a pessoa física às vezes, herdou o terreno, uma dona de casa que vendeu o terreno assim.

REINALDO: Não sabe nem como fazer uma oferta.

RODRIGO: Exato, ela não quer ser ofertante. Não sabe o que fazer para isso. Não quer se sujeitar.

DOV: Ela é a permutante.

-Várias pessoas falando-

PAULO: Talvez hoje não vá dar tempo de fazer. Acho que realmente temos que fazer o exercício de tentar mapear todas essas situações e assim “Olha a permutante”, dona de casa, como é que ela está aqui na regra?

Porque eu fico imaginando, bom se ela é permutante e tem um volume grande talvez ela entre nos 10%.

RAFAEL: Pelo menos no Rio de Janeiro a faixa de preço vai de 12% a 60%, dependendo da localização.

-Várias pessoas falando-

REINALDO: O normal é de 15% a 20%.

DOV: Então ela está colocando, mas quem está como o proprietário daquelas unidades e vendendo e assinando os contratos de venda é a pessoa física...

RAFAEL: Ela recebe dinheiro...

RODRIGO: Ou ela espera ficar pronto para rentabilizar e vende metade.

PABLO: Tentamos imaginar essa questão do... imagino o seguinte. Se ela quiser fazer essa permuta e vender junto com o incorporador ao longo da oferta, vai na oferta...

RAFAEL: Mesmo ela não sendo ofertante?

PABLO: É, se isso não está claro, deixamos claro. Mas, pelo o que discutimos, assim, faz junto e dá o registro, faz a oferta aberta, vende junto. Então, ela vai tomar carona junto com o incorporador.

PAULO: Mas seria possível se isso fosse objeto só de uma atualização das informações do registro mesmo que não envolvesse, mesmo no caso do permutam-te ou da viúva ou do investidor em geral. Porque, ele não é a parte, não foi o ofertante, mas ele de alguma forma está relacionado com aquela oferta, pois estamos falando de um mesmo empreendimento.

Em tese, ele atualizaria as informações, distribuiria para quem estivesse interessado com o prospecto atualizado e o estudo de viabilidade atualizado, mas não precisaria pagar taxa.

JOSE ERNESTO: Eu tenho outra sugestão. Desculpe-me, eu tenho outra sugestão que é a seguinte.

É muito comum quando você compra o terreno e paga o permutante em unidades, que você proíba o permutante de vender enquanto você não terminar de vender as unidades que você precisa para viabilizar o empreendimento, até porque isso pode canibalizar o negócio.

O permutante está desesperado por dinheiro e começa a vender por preço inferior...

DOV: Não permite que ele vire nas condições exatas.

JOSE ERNESTO: Bom, existem circunstâncias que podem permitir ou mesmo ou até dizer que ele só pode vender depois de tantas unidades comercializadas pelo incorporador.

Mas, quando ele for vender, via de regra, o permutante vai vender alguma coisa durante a obra. Geralmente fica com o percentual expressivo e depois de um determinado momento ele começa a se desfazer. Se ele estivesse se desfazendo depois que o empreendimento já está em operação, você tem números da operação que vão estar auditados, se não tenho que fazer o estudo de viabilidade, você vai mostrar o histórico da realidade da operação do negócio e quem comprar é que faça a avaliação dele baseado nos números. Eu acho que nesse caso específico precisaria ter uma regra.

PABLO: E o risco é menor. Você já tem um empreendimento funcionando.

JOSE ERNESTO: Enfim...

DOV: Um de fato é diferente. Ainda é uma oferta pública, mas certamente não vai pedir estudo de viabilidade para quem está vendendo 1 unidade de certo hotel em operação. Não faz sentido.

RODRIGO: Eu só peço o perdão porque eu tenho que sair.

DOV: só para concluir. Acho que temos que fazer esse exercício, já que não deu tempo. Mas fazer esse exercício de imaginar diversas situações e ver se está bem endereçada ou não.

JOSE ERNESTO: Antes de terminar, eu só queria pedir para tirarmos uma foto. Provavelmente esta será a última Mesa Redonda. É a quinta que fazemos, então em algum momento a Fundação pretenderá publicar e seria legal se tivéssemos uma foto.

Podemos fazer?

REINALDO: Claro.

RAFAEL: Parabéns Ernesto.

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: opa, muito obrigado.

-Várias pessoas falando-

TODOS: Tchau a todos e parabéns

-Várias pessoas falando-

JOSE ERNESTO: Obrigado mais uma vez. Dov, obrigado, acho que foi muito bom.

DOV: Sim, foi muito bom.