

## **IV Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais**

**Local: FGV, Praia de Botafogo, RJ**

**Data: 24.09.2015**

### **Participantes:**

- Luiz Gustavo Barbosa (FGV)
- Jose Ernesto Marino Neto (FGV);
- Régis Nogueira de Azevedo (ABIH);
- Alexandre Tadeu Navarro (SINDUSCON-SP);
- Paulo Ferreira (CVM);
- Leopoldo Maciel Filho (CVM);
- Antonio Ricardo (ADEMI-RJ);
- Rodrigo Cury Bicalho (SECOVI-SP);
- Dalton Boechat Filho (ANBIMA);
- Luis Wielewicki (IBRADEMP);
- Otavio Yazbek (FOHB);
- Rafael Guaspari (FOHB);
- Paulo Augusto Mendonça (CEU);
- Rafael Bussière (Marriott)

José Ernesto Marino Neto (JE): Passo a palavra ao Prof. Luiz Gustavo para dar início aos nossos trabalhos.

Luiz Gustavo Barbosa (LGB): Gostaria de dar as boas vindas a todos e pedir desculpas por não ter participado das Mesas Redondas anteriores, uma vez que estive viajando. Infelizmente hoje não será diferente, não irei viajar mas tenho outras reuniões. O José Ernesto é da Casa, é professor da Fundação, é também consultor da Casa, além de ser especialista no tema em discussão. Faz parte de sua disciplina. Por favor, sintam-se em casa, o que for necessário e estiver ao nosso alcance iremos colaborar com vocês, não apenas com espaço físico, com a coordenação dessas discussões, com a elaboração de índices, uma especialidade da Casa, caso necessário, mas também com qualquer outra necessidade que possamos atender. Tenho acompanhado os trabalhos coordenados pelo José Ernesto nessas Mesas Redondas e acho que vocês estão avançando bastante. Bom trabalho.

José Ernesto Marino Neto (JE): Depois das palavras do Prof. Luiz Gustavo Barbosa, coordenador do NEAHT, Núcleo de Estudos Avançados de Hotelaria e Turismo, vamos dar início aos nossos trabalhos. Fiz questão que ele participasse da abertura dos nossos trabalhos e, seguindo a sugestão do Régis, ainda que vários de vocês já se conheçam, peço que possam se apresenta. Pode ser Rafael?

Rafael Bussiere (RB): Bom, meu nome é Rafael Bussière, sou sócio da Campos Mello Advogados, estou aqui hoje representando o Grupo Marriott. O José Ernesto esteve em Washington reunido com eles na segunda-feira passada, tendo como resultado minha presença neste encontro com o objetivo de ajudar no que for preciso e passar para vocês a visão de uma bandeira hoteleira internacional como a Marriott diante do cenário atual.

Régis Nogueira de Azevedo (RN): Meu nome é Régis Nogueira de Azevedo. Sou hoteleiro, vice-presidente da ABIH do Rio Grande do Sul e vice-diretor tesoureiro da ABIH nacional e aqui estou representando a ABIH nacional.

Antônio Ricardo (AR): Meu nome é Antônio Ricardo Correa, eu sou conselheiro da Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário, ADEMI Rio, e também atuo junto à comissão de direito notarial do Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil.

Paulo Augusto (PA): Sou Paulo Augusto Mendonça. Sócio da Tozzini Freire Advogados e professor de direito imobiliário no CEU – Centro de Extensão Universitária. Estou aqui pra ajudar e colaborar nesse debate.

Otávio Yazbek (OY): Sou Otávio Yazbek, advogado e represento o FOHB – Fórum dos Operadores Hoteleiros do Brasil.

Rafael Guaspari (RG): Rafael Gaspari é meu nome, sou vice-presidente de desenvolvimento da Atlântica Hotels, também represento uma operadora que tem bandeiras internacionais e próprias. Tive uma carreira no FOHB como presidente do conselho e hoje sou vice-presidente de desenvolvimento setorial como foco específico nas relações do FOHB com outras entidades.

Dalton Boechat (DB): Sou Dalton Boechat e represento a ANBIMA. Estou mais como ouvinte para estar acompanhando o desenrolar dessa mesa redonda sobre toda a legislação que envolve condo-hotéis.

Rodrigo Cury Bicalho (RCB): Sou Rodrigo Bicalho, advogado, estou aqui representando o SECOVI de São Paulo que analisa a questão sobre a ótica dos empreendedores imobiliários.

Alexandre Tadeu Navarro (ATN): Sou Alexandre Tadeu Navarro, advogado em São Paulo também. Estou representando o SINDUSCON de São Paulo.

Paulo Ferreira (PF): Sou Paulo Ferreira, analista de mercados capitais da CVM, advogado e estou representando aqui a área técnica da CVM, viemos atendendo ao convite feito pelo José Ernesto à CVM. Gostaria de deixar uma saudação do nosso novo Superintendente o Dov Rawet, que não pôde comparecer hoje. Ele pretende estar presente nas próximas reuniões e acompanhar a nossa discussão mais de perto e que sem dúvida alguma será muito enriquecedora.

Leopoldo Maciel Filho (LM): Sou Leopoldo Maciel Filho, analista da CVM da GR2. A GR2 pertence à Superintendência de Registro e, de uns meses para cá, ficamos responsáveis por analisar as ofertas de contrato de investimento coletivo de Condo-Hotel. Eu também queria deixar uma saudação do nosso novo superintendente, Dov Rawet.

Luis Wielewicki (LW): Sou Luis Wielewicki, advogado de São Paulo e estou aqui representando o IBRADEMP e tenho participado ativamente dos projetos de alguns pedidos de dispensa na CVM representando incorporadores e operadores hoteleiros.

JE: Bom, temos atuado no caso de Condo-Hotel de uma forma bastante ativa. Logo após a edição do Alerta ao Mercado que a CVM publicou em 12 de dezembro de 2013 nós chegamos à conclusão de que eram dois mundos distintos que estavam entrando em contato, o mundo de mercado capitais e seu regulador, a CVM, que havia percebido que este negócio de condo-hotel abraçava a definição genérica de valor mobiliário e existia um mundo do mercado imobiliário que não via de forma alguma a CMV como seu regulador.

Então nós chegamos à conclusão de que alguém devia colocar esse pé à frente e juntar todos esses players num mesmo encontro para que se apresentassem, dissessem quem eram, afinal de contas nós estávamos tratando de uma indústria, se podemos assim dizer, uma vez que o Condo Hotel, ao longo de 40 anos, já produziu mais de R\$ 50 bilhões de ativos que estão operando e com, seguramente, muitas dezenas de milhares de investidores no país todo e que qualquer ação mais forte poderia causar estragos muito grandes. Então, em fevereiro de 2014, nós aqui na fundação, resolvemos assumir a função de auxiliar esses dois mundos de conhecerem-se um ao outro. O Paulo estava presente, o Reginaldo estava presente, o Antônio Ricardo estava presente, o Doutor Mauri que não está presente hoje participou, o SECOVI também enviou um representante.

Naquela oportunidade nós discutimos se Condo-Hotel era ou não um valor mobiliário, mas antes discorremos um pouco sobre a história dessa indústria. Acho que foi bastante produtivo aquele encontro. Na mesma oportunidade já ficou agendado um segundo que se realizou nas instalações da CVM, logo após o primeiro julgamento de pedido de dispensa de registro de Condo-Hotel.

No segundo encontro nós basicamente discutimos qual seria a melhor forma de tratar essa indústria e aí chegou-se a conclusão de que a dispensa de registro de oferta pública aparentava ser o melhor caminho, e aí os pedidos de dispensa de registro começaram a aparecer até que, após onze julgamentos, se criou uma jurisprudência.

Nesse momento nós promovemos, no início deste ano, a terceira mesa redonda e que foi a mais concorrida, com um número maior de participantes. Mais ou menos como a de hoje. O Luis Wielewicki estava presente, o Paulo Ferreira estava presente, o Otávio Yazbek e o Rodrigo Bicalho também, assim como o Dalton Boechat. Naquele encontro o que basicamente se discutiu foi a jurisprudência que aparentava estar surgindo no colegiado da CVM e de certa forma, o que veio posteriormente foi a Deliberação 734 que acabou representando basicamente uma espécie de conclusão de todo esse processo de discussões.

A Deliberação 734 foi publicada em 17 de março passado. De lá para cá muita coisa aconteceu. Muitos fatos ocorreram e existe um sentimento, ao menos ouvíamos por parte do Reginaldo, que havia um sentimento da CVM de poder, ao longo do ano de 2016, criar uma Instrução Normativa que viesse a regradar de forma definitiva o condo-hotel. Então, obviamente, em se tratando de um tema tão específico e com tantos detalhes, nós achamos que era justificável e que estava na hora de realizarmos um quarto encontro para que especialistas do naipe dos senhores, tivessem a possibilidade de contribuir para essas discussões.

Nós convidamos a diretoria da CVM; todos os quatro diretores que, por questões de diferentes agendas, nenhum pode estar presente. Mas um deles em especial disse ter interesse muito grande sobre o tema. O Pablo Renteria pediu para que pudéssemos disponibilizar a gravação de imediato. Ele não quer nem esperar a transcrição. Já que a agenda dele não permitia, e ele queria estar presente, então pediu que a gravação lhe pudesse ser disponibilizada de imediato.

Gostaria de lembrar que o ambiente acadêmico serve para não termos, teoricamente, limites. Para que possamos pensar em todas as facetas desse negócio e o objetivo básico é podermos contribuir com a sociedade.

Não menciono apenas sobre a CVM, especificamente no que diz respeito ao processo de regramento, mas colocar todas essas discussões à público, fora desse ambiente. Haverá situação numa pequena comarca do interior onde veremos um juiz jovem, de vinte e poucos anos, sozinho, que vai ser obrigado a julgar ações trabalhistas, criminais, casos de família, societário, tributário e, de repente, lhe cai no colo um tema de condo-hotel. Se tivermos capacidade de discutir, gerar conhecimento e publicá-lo, isso vai poder ajudar muito esses profissionais que vão se deparar com situações desse tipo.

Então, em muito, nossa discussão de hoje tem como propósito colaborar com a sociedade. E a pauta tem a ver com essas preocupações que surgiram desde março passado.

Então, o primeiro tema da pauta é a Deliberação 734: Reflexão sobre a evolução do mercado, problemas detectados, soluções encontradas e obstáculos a vencer.

Eu queria sugerir, e passar a palavra para o Paulo Ferreira, porque se o primeiro tema é problemas detectados, quem tem primeiro acesso aos problemas são vocês na CVM, no processo de investigação. Então queria passar a palavra para que todos pudessem falar a respeito e sugerir a começar com o Paulo.

PF: Talvez para falar de problemas eu saia um pouco da redoma da Deliberação 734. A intenção dela era propor algumas soluções para os problemas que vínhamos vislumbrando antes, e sobre os obstáculos a vencer eu posso também sugerir alguma coisa, mas acho que os demais participantes da mesa terão muito mais a acrescentar. Afinal, eles estão em regra envolvidos em alguma medida com a norma e com a necessidade de lidar com a norma. E nós procuramos aplicar a norma ao caso concreto. O Leopoldo, que está aqui comigo, traz experiências recentes de análise de autorização para realização das ofertas já com enfoque um pouco mais especializado do que a minha equipe. A equipe da qual participo tem uma atividade voltada para correção de irregularidades e começamos a atuar nas ofertas de condo-hotel porque não havia ofertas regulares. Praticamente todas as ofertas eram irregulares, pelo

menos, formalmente irregulares, e agora essas operações estão sendo reguladas pela Gerência de Registros 2, e eles tem realmente mais proximidade com essa realidade. De nossa parte o problema detectado foi realmente a falta de uma regra mais específica, quer dizer, tivemos que lidar com uma regra geral, que foi uma experiência bem sucedida porque rapidamente conseguimos fazer um desenho que foi se repetindo ao longo do ano de 2014 desde a primeira operação que foi aprovada, até março de 2015. Acho que aprovamos, não lembro quanto, mas talvez algumas dezenas de operações e todas já com um desenho institucional muito próximo, e essa foi a situação que encontramos, regulatória: usar a regra geral, particularizá-la, sempre dentro da norma, e isso foi possível de ser feito. É uma comprovação de que a norma foi bem feita, porque ela pode ser aplicada a esse caso em particular. E os obstáculos a vencer, o que tivemos de obstáculos, talvez o mais saliente foi a atuação dos corretores de imóveis, porque eles não sofrem a regulamentação direta da CVM. Acredito que, não só por uma opção regulatória, mas também uma impossibilidade jurídica da CVM regular os corretores, isso é uma afirmação que eu estou fazendo sem grande aprofundamento, peço desculpas se eu estiver cometendo alguma incorreção, mas o fato é que a regulação vigente se dirige aos ofertantes desse produto, vale dizer, os incorporadores e operadores hoteleiros. Estes, por sua vez, para vender o seu produto precisam da atuação de um corretor de imóveis e caso esse corretor adote uma conduta que se configure uma infração à regulamentação do mercado, a CVM, conforme estabelecido na Deliberação 734, vai cobrar essa falta dos ofertantes, dos colaboradores que vão ter que desenvolver uma relação com o corretor. Isso pode gerar consequências. Essa semana por exemplo, a CVM suspendeu uma oferta de condo-hotel porque nós verificamos que uma corretora de uma sociedade corretora de imóveis aqui do Rio de Janeiro, uma corretora até de certo porte, vinha usando um material publicitário irregular. Por que irregular? Porque ele não foi submetido à CVM, e diz a norma que ele tem que ser submetido, e pior ainda, esse material, se tivesse sido submetido, teria sido reprovado sumariamente, porque ele não trazia nenhum tipo de identificação dos riscos que são assumidos pelos investidores, não identificava que a oferta tinha sido dispensada, não usava uma linguagem que, nos termos da regulação, deve ser serena e moderada. Quer dizer, tinha uma série de problemas. E essa oferta foi suspensa por quê? Porque essa mesma infração tinha sido cometida pela terceira vez pela mesma oferta. É coincidência? Foi a terceira vez e pela mesma sociedade corretora.

Na primeira vez, e alguns interlocutores que estão aqui presentes tem conhecimento disso, nós da CVM, a área técnica da CVM, adotamos postura de não suspender após uma primeira irregularidade. Não, nós praticamos um nível de tolerância usando um primeiro evento sem punição como caráter educativo, no sentido de orientar o que nós entendemos que possa ser feito. Lógico que não somos os donos da verdade absoluta. Sempre tentamos fazer uma troca e receber as orientações que o mercado tem para nos oferecer, de como solucionar esse problema. Esse caso concreto é um bom exemplo, pois dessa vez não houve suspensão. Houve uma troca de cartas e recomendações. A segunda, da mesma forma, sendo que na primeira era um pouco mais difuso. Não estávamos identificando muito bem o corretor na primeira oportunidade. Não lembro de detalhes, mas na segunda já se identificou e na terceira isso ficou patente. E foi apresentada uma solução e, se tudo correr bem, haverá a revogação da suspensão aplicada, exclusão da sociedade corretora, não a exclusão do corretor, a pessoa física, como pode ter acontecido em alguma outra situação, mas nesse caso, identificada a

sociedade corretora como presente nas outras três oportunidades, a opção que está sendo adotada pelo incorporador, responsável pela oferta, é de excluir essa sociedade corretora. A exclusão da sociedade corretora não está na norma, mas ela é uma solução que está sendo aceita pela CVM como suficiente para caracterizar o saneamento da irregularidade cometida. Então eu acho que esse seria um exemplo de obstáculo a vencer e eu sei que existem outros, mas acho que é melhor os colegas tratem do assunto.

JE: Você quer completar com mais alguma coisa Leopoldo?

LM: Você perguntou dos problemas. Nossa área pegou os processos de Condo-Hotel de meses para cá e só para dar conhecimento, o que eu senti é que nem todos os projetos consideram que o investidor está fazendo um investimento e que vai ter uma taxa de retorno. Quando há uma oferta de debênture, por exemplo, fica muito claro qual é a taxa que o investidor vai ter e alguns casos que nos vieram não tinham nem taxa interna de retorno calculada. Quer dizer, calculava o que a gente chama de “cap rate”: pegam a receita de um ano, dividem pelo investimento e ali consideram uma taxa. É uma exigência calcular a taxa interna de retorno. Outros casos que tenta se maquiarr um pouco é nos vimos um caso que as receitas eram corrigidas por uma inflação projetada a 6% ao ano e não estava claro que aquilo era uma taxa nominal que o investimento teve que pedir para demonstrar que a taxa calculada real era muito mais baixa do que a que estava sendo apresentada.

Nossa preocupação é que haja informação e transparência para que não sejam induzidos a um investimento que depois cause uma frustração. Outro caso também são as petições que chegam sem o pedido da dispensa indicando claramente que não houve sequer uma leitura da Deliberação 734. Então, há vários níveis de problemas. Outro problema relaciona-se com o material publicitário. Sinto que há uma preocupação e que as pessoas não se sentem a vontade de usar só as informações que estão no prospecto resumido naquele material publicitário. Porém, se não houver nenhum tipo de base, uma limitação, sai de controle. Nós não temos controle sobre os corretores. Ou seja, os corretores podem prometer qualquer coisa. Então pelo menos tentamos que o material por escrito seja limitado pelo prospecto. Pode ser que agora os prospectos tenham sido muito resumidos, mas no futuro vocês vão incluir mais informações nele necessárias para criar materiais publicitários.

PF: Só um exemplo que estávamos conversando lá embaixo, tomando um café com o Otavio e com o Rafael, do problema do corretor falar e já vislumbramos um esboço de solução ali. Se você tem um resumo, um briefing do prospecto, alguma coisa que indique os riscos, aquelas regras básicas do material publicitário e se esse papel pudesse ser dado para o cliente, uma idéia que tivemos, um esboço mesmo, talvez chamasse atenção do cliente para o problema do corretor, por exemplo, exagerar e dizer coisas que fogem um pouco da realidade. Se ele for obrigado a fornecer um folheto, um resumo das questões da oferta pra cada cliente que ele atender, se esse resumo for um “paper” bem feito e sério e que a pessoa vai ler, ela imediatamente já vai ser alertada daquele problema, e esse é o tipo de situação que já vivenciamos na CVM de ofertas que não são de condo-hotel. Uma oferta que eu posso falar e que é uma questão que foi tornada pública, uma oferta antiga de ações do Banco do Brasil, não sei se era o BB Seguridade, em que a gente teve problemas com os gerentes das agências que estavam realmente adotando uma conduta irregular à luz da regulação de ofertas. Quer

dizer, não é só com condo-hotel que tivemos esse tipo de problema. Uma forma que a própria regulação resolve é com o “take one”. É um resumo do prospecto que é feito para aquela pessoa que vai fazer a venda e a orientação que é dada para o corretor é que fale exatamente o que está no “take one”. Então, alguma coisa desse tipo, um “take one” a ser oferecido, um treinamento no sentido de limitar-se ao que está escrito até o profissional se acostumar. Outro problema que eu acho que o Leopoldo acabou citando, para dar uma resumida, o que ele está dizendo, para ver se eu entendi, ele está pontuando a má qualidade da documentação que vem sendo apresentada à CVM. É claro que a má qualidade dificilmente será daqueles players que tem condição de contratar os melhores profissionais, profissionais que têm mais familiaridade não só com o mercado imobiliário, mas também profissionais que tem conhecimento do mercado hoteleiro e da CVM. É lógico que esse profissional não existe em profusão no mercado, especialmente quando se trata de um produto que pode ser oferecido no Brasil inteiro, diferentemente de uma oferta de ações que vai ficar circunscrita aos centros financeiros, acabamos tendo que conviver com esse problema mesmo e aprender a lidar com ele.

JE: Alguém quer fazer algum comentário?

OY: Eu queria agradecer pela oportunidade de participar mais uma vez, José Ernesto, e queria fazer alguns comentários sobre algumas impressões relacionadas à 734 e a pontos que o Paulo e o Leopoldo trouxeram. Primeira coisa importante é levar em consideração o efeito e o caráter que a Deliberação 734 tem. Lembro-me do dia em que esta Deliberação foi promulgada: eu e o Ricardo estávamos em um evento pela manhã e estavam todos discutindo ali. Vejo que ela veio para atender uma necessidade específica, que era a de dar agilidade ao processo de dispensa. Ele estava se tornando cada vez mais longo, em razão da acumulação de casos no colegiado e então ela criou uma espécie de “fast track” que passa pela área técnica. Mas ela apresenta também outro lado. Por um lado, ela resolvia esse problema de tempo, mas por outro lado ela não é definitiva. Ela não resolve todos os problemas relacionados às ofertas de condo-hotéis, até porque ela acaba criando a mesma aglomeração que antes tinha no colegiado na área técnica. É verdade que a área técnica tem mais condições de atender a especialização e lidar de forma mais ágil, mas ela acaba ficando com um acúmulo de trabalho nas análises e com uma responsabilidade até aumentada. Então a primeira coisa que eu gostaria de destacar é colocar a 734 em contexto. Ela é uma solução transitória. É muito importante nós termos isso em mente, e acho que talvez a discussão deva levar em consideração outros pontos, como o que nós queremos ter no futuro e o que nós podemos esperar para o futuro. Dito isso, eu gostaria de comentar brevemente que, para mim, hoje, parece que um dos maiores problemas dos muitos pontos que tendem a surgir é a prestação de informações, a prestação pré-venda. Dentro do FOHB os associados têm impressões distintas sobre essas questões. E eu acredito que, dos pontos que o Paulo e o Leopoldo falaram, o que me preocupa mais hoje é sobre a correta posição do corretor nesse processo. Isso é uma preocupação dos meus clientes, do FOHB, bastante evidente. Na verdade, os operadores hoteleiros acabam assumindo uma série de riscos, uma série de responsabilidades, em razão da conduta dos corretores. Acho que o mesmo ocorre com os incorporadores, e nesse sentido temos essa como uma das preocupações que estão mais em evidência. Além disso, a questão do corretor envolve um outro problema porque tem sido gerador de suspensão de ofertas. Tem efetivamente gerado danos. Tenho a impressão de que algumas

suspensões de oferta tendem a surgir com o convencimento de incorporadores e operadores hoteleiros de que é importante, de alguma maneira, colocar pressão sobre os corretores. Quando se iniciaram as discussões sobre alguns dos sistemas, eu me lembro que os grupos internos do FOHB falaram “não tem como controlar os corretores”. Hoje todo mundo já pensa em como criar determinados controles. Todo mundo já pensa em como alocar as responsabilidades pela atuação irregular dos corretores. Acho que talvez esses sejam alguns dos pontos a serem tratados. Tenho uma interpretação sobre isso e uma idéia que gostaria de compartilhar com vocês. Eu acho que o corretor em especial, e eu sei que isso é uma colocação polêmica, e existem interpretações distintas, mas para mim o corretor, em especial, é alguém que não deve entrar na regulamentação, porque ele não é um agente regular. Ele não é passível de registro na CVM e, de fato, os ofertantes já não são passíveis de registro, mas o corretor é uma coisa mais complicada e, a partir do momento em que ele passa a ser sujeito a obrigações regulatórias específicas, isso acaba fazendo com que a CVM precise fazer um revés sobre a ação dele e acaba gerando um ônus maior para a própria CVM, que passa a ter necessidade de criar rotinas mais complicadas. Também a discussão da própria norma que pode vir no futuro tende a se tornar mais complexa. Entendo que o caminho adequado a se seguir é a partir dessas decisões que a CVM já tem tomado, de forma a consolidar que é importante criar aqueles cabrestos para ação do corretor. E eu acho que, com o passar do tempo, tende a surgir uma disciplina de mercado. Para isso talvez uma alternativa sejam conciliar as regras que podem ser incorporadas no código de boas práticas do SECOVI e que já tem se tornado um balizador para determinadas condutas no mercado. Ao lado disso, um ponto que o Rafael estava destacando é o treinamento dos corretores no lançamento de qualquer empreendimento. Agora, para mim, ao mesmo tempo em que esse me parece um dos maiores problemas, também parece que esse é um dos problemas que precisamos pensar propriamente não só no nível da regulamentação, mas também no nível das práticas do mercado, sob pena de todos nós, todos os agentes do mercado, continuarmos pagando o preço da conduta dos corretores. Era só essa impressão que eu ia terminar de trazer nessa discussão.

LW: Eu também gostaria de agradecer o convite. É sempre um prazer muito grande participar desses debates. É uma matéria em constante evolução. Bom, a primeira impressão da Deliberação 734 é o inegável avanço em relação ao período de pré determinação. Houve a criação de um marco regulatório que traz uma previsibilidade muito maior no mercado, que passou a avaliar esses novos requisitos que até então não eram claros. E isso, sem dúvida, tornou o prazo de aprovação dos pedidos de dispensa menor, não só em relação ao procedimento antigo, que tinha que passar pelo Colegiado, como também a Deliberação trouxe esses parâmetros que viabilizou a elaboração mais rápida dos prospectos da documentação e dos entendimentos necessários. Dito isso, eu gostaria de ressaltar alguns pontos e comentar alguns pontos do que já foi mencionado. Nós estamos tratando de um setor que tem atuação no país inteiro, então todas as repercussões da deliberação reverberam não somente em mercados como Rio e São Paulo, mas em cidades em que há imensas oportunidades em desenvolvimento de empreendimentos de condo-hotel, mas que infelizmente, ou pela própria natureza da sua circunstância local, tem um valor de metro quadrado ainda muito abaixo dos valores que a gente nota nos empreendimentos em Rio e em São Paulo, ou mesmo em outras regiões metropolitanas das capitais. O que notamos com base



nisso é que empreendedores, incorporadores e operadores de empreendimentos do interior de São Paulo ou no interior de outros estados, têm mostrado muita dificuldade em cumprir os atendimentos mínimos dos valores estabelecidos pela deliberação, até porque nessas cidades a realidade do investimento no empreendimento hoteleiro, que é da mesma natureza, podemos ter esse caráter, o inegável caráter em um investimento imobiliário sólido, diferente de um valor mobiliário que pode desaparecer, virar pó. Então esses valores têm dificultado a geração de negócios.

PF: Luiz, esse assunto parece-me que será tratado no próximo item da pauta. Nesse segundo ponto que falaremos sobre cidades secundárias e terciárias, não sei se seria mais conveniente esperarmos se ninguém tiver mais nada a acrescentar e se a gente tiver mais um tempo, eu dei uma resumida aqui nesse primeiro ponto para formalizar o que foi discutido. E constar no documento.

JE: Ok, mas antes vamos deixar aberta a palavra.

LW: Só para concluir então.

PF: Essa questão da Deliberação 734, problemas e soluções, isso sem dúvida é um obstáculo porque a Deliberação 734 efetivamente trouxe essa questão do investimento mínimo, não é isso?

JE: Oferta mínima.

LW: Outro ponto...

PF: Fast track, por exemplo, você tem um investimento mínimo de 300 mil, o ponto que você esta tocando é esse?

JE: Para obter a dispensa.

LW: A flexibilização em relação à empreendimentos no interior, que eu acho que vai ser tratado, então, no ponto seguinte.

PF: É eu acho que quando formos tratar você...

LW: Certo, outro ponto que foi comentado é sobre o material publicitário. A obrigação da inclusão de texto, em relação ao que já está estabelecido no prospecto, notamos que houve um aprendizado que ainda há muito que avançar. O material publicitário dessas ofertas é o aspecto mais aparente da evolução da norma porque, seja do lado do descumprimento, seja do lado do cumprimento do novo marco regulatório, notamos que há uma mudança significativa em como esses empreendimentos têm sido identificados. E isso é muito bem-vindo. Existe muito mais cautela. Existe uma preocupação muito maior em relação à qualidade do material publicitário. Dito isso, essa orientação mais recente de que o material publicitário tem que necessariamente refletir o material previamente aprovado no prospecto, que é uma regra evidente em relação às ofertas de valores mobiliários, está consolidada. Só gostaria de ponderar que o detalhamento dos prospectos relacionados à condo-hotéis tem como origem uma idéia preliminar de que se tratava de um prospecto sucinto, de um prospecto mais resumido do que os prospectos normais que vemos como na oferta realizada no âmbito da

Instrução 400. E esse elemento é importante à reflexão porque se nós partirmos para um prospecto parecido com os prospectos de ofertas baseadas na ICVM 400, teremos um valor de oferta menor e uma necessidade de publicidade muito maior. Temos que encontrar um meio termo que seja razoável e que não traga o custo de transação tão alto quanto o de um prospecto de uma Oferta 400, que é bastante detalhado. Deveríamos permitir que o setor, dentro das práticas de razoabilidade e de acordo com as normas da CVM, tenha certa flexibilidade de acordo com as características específicas desse tipo de produto. É um dos pontos que exige uma reflexão importante. É razoável, por exemplo, considerar que o setor tem, por exemplo, um prazo de oferta muito mais longo do que um prazo de oferta de debêntures. Então temos que passar a tratar dessas especificidades setoriais.

PF: Tem um ponto em relação a isso que eu não sei se seria conveniente colocar agora, ou se você prefere colocar a palavra para todos.

JE: Pode dizer.

PF: É a questão do material publicitário. Nós não cobrávamos que o material publicitário tivesse o conteúdo que deveria estar no prospecto. A proposta que fizemos, e que foi aceita pelo Colegiado da CVM, foi de um prospecto resumido vislumbrando algumas particularidades que você acabou de colocar. É muito da cultura desse produto ficar renovando a publicidade ao longo do tempo. Isso acaba gerando alterações, de mudar o prospecto, já que se deve vincular o material publicitário. O conteúdo do material tem de estar no Prospecto. Com a mudança do prospecto há a geração de um problema para a área técnica: mais trabalho. Há desconforto, pois esse trabalho não traz pagamento da taxa à CVM. É uma quantidade enorme de trabalho. Estou apenas constatando um fato. O nível de trabalho que essas ofertas dão para área técnica é maior do que as ofertas que pagam taxa. Isso gera situação de desconforto. Para dar agilidade aos processos a CVM encontrou a Deliberação como canal de regularização rápida. Mas e o material publicitário? A solução foi utilizar o e-mail. Eu recebia o e-mail e aprovava imediatamente. Quando saiu da minha área e foi para a área que tem fluxo de vários outros registros, a orientação que foi dada pelo superintendente foi de seguir a regra da 400, com exigência em ofício, cinco dias e essa vinculação ao prospecto. Então estamos diante desse problema e vislumbro dois caminhos: ou cobra-se uma taxa para esse trabalho, não sei se essa seria a melhor solução, e estou falando como Paulo e não como representante da CVM, porque não tenho essa competência e não foi um assunto que foi tratado lá ainda, ou então temos que realmente resumir e fazer uma norma mais adequada às necessidades do mercado. Essa necessidade de ter que mudar o material publicitário o tempo todo e o prospecto ser resumido... Só um exemplo para encerrar: vamos supor que haja uma grande mudança no mercado e que precise ser tratada no material publicitário. Não poder falar sobre esse tema porque não está no Prospecto não faz sentido. Conseguimos mudar o prospecto, pagando ou não, ou então temos que realmente fazer uma regulação mais resumida nesse aspecto liberando o material publicitário de alguma forma dessa necessidade de aprovação o tempo todo.

RN: Como disse anteriormente, represento a ABIH Nacional, da qual sou um dos associados e diretor. Nós estamos vendo nos últimos tempos muitos dos seus associados fechar seus hotéis

por causa de condo-hotéis, no Rio Grande do Sul, minha terra. Sobre o material publicitário, constatamos ao menos lá em Porto Alegre que há empresas fazendo isso. A Laghetto está fazendo publicidade autorizada pela CVM. Eles usam também jornais e rádio nessa propaganda. Estive pessoalmente para ver um desses apartamentos e estava dessa maneira: preço de R\$450.000 sendo que R\$200.000 você pagaria em três anos e depois eles garantiam por 10 anos R\$1.800 mensais. Com esses valores eles constroem o hotel com os R\$200.000 e com o que falta, os R\$250.000, eles cobravam dai juros. Garantia R\$1.800 mensais, mas cobra juros sobre R\$250.000. Então quem adquire fica 13 anos sem receber nada. Eu recebi por escrito essa proposta. Depois de treze anos você faz uma nova regra. Então fica treze anos sem receber nada, nenhum centavo.

LM: Isso estava claramente explicado, de que não receberia nada?

RN: Claro que não! Mas continuando, eu recebi aqui do meu chefe uma mensagem dizendo que a CVM estava notificando os condo-hotéis a serem inaugurados nos últimos cinco anos com base na ausência de estudos para a oferta pública dos apartamentos hoteleiros que podem resultar prejuízo aos investidores, incorporadores e operacional exuberância irracional. Não sei se procede isso aqui...

PF: Não consegui entender, se você puder me explicar.

LW: É o quarto item.

RN: pode ficar para o quarto item da pauta.

LW: o quarto item é sobre os Condo-Hotéis antigos

JE: É o quarto item.

LM: Uma coisa importante que eu não entendi era que os hotéis estavam fechando por conta dos condo-hotéis.

RN: Sim. Nós fizemos uma matéria. A ABIH é frontalmente contra os condo-hotéis e isso nós queremos deixar bem claro.

JE: Régis, acredito que seria adequado explicar a todos quem é a ABIH.

RN: Associação Brasileira da Indústria de Hotéis. Representa os hoteleiros.

PF: Sabemos muito bem, inclusive dessa fricção que existe. Temos conhecimento disso, mas se quiser falar fique a vontade.

RN: É um setor organizado que está sendo prejudicado em uma concorrência predatória. Isso que está sendo feito distorce o mercado e gera um mercado organizado com prejuízos. Nós pregamos uma reserva de mercado. Não existe espaço para novas unidades. Vim semana passada de Palmas. Estive lá com os hoteleiros reunidos. Está se fazendo demais hotéis e isso aí está prejudicando o mercado organizado em um verdadeiro cartel.

JE: mas essa não é uma característica do mercado?

RCB: Eu acho que o excesso de oferta tem seus problemas, mas é o oposto do cartel.

RN: Deixa-me fazer a colocação. Com todo respeito, mais da metade dos apartamentos da hotelaria no mercado brasileiro está com os Condo-Hotéis. A CVM é a responsável por regular o mercado. Ela tem notificado, chamado os condo-hotéis por essa captação irregular da poupança. Isso é um começo, mas é dinheiro do povo para construção de condo-hotéis sendo que o comprador e o investidor não tem nenhuma influência sobre isso. Nós concluímos que isso aí é um grande monopólio que vai prevalecer. Quebrando os demais desse grupo com cartéis trustes e holdings. Esses estão unidos em seus interesses, mas no fundo são contra o consumidor final, com essa formação foi proibido por lei esses setores continuarem formando esses cartéis pra dominar o mercado brasileiro. A liberdade controlada no mundo corporativo é por culpa do modelo de gestão do nosso governo que tem que ser fiscalizada, aperfeiçoado e estão espalhadas como condo-hotéis prestando uma desorganização no setor hoteleiro o código de ética mundial do turismo artigo nove paragrafo cinco: as empresas multinacionais no setor de turismo fé ator insubstituível de solidariedade do desenvolvimento do dinamismo dos intercâmbios entre as aéreas não abusarão da posição dominante que podem ocupar. E isso está acontecendo e todos os nossos associados estão sentindo isso e voltando que isso aí está na lei 10.303 que é crime contra o mercado de capital realizar manobras fraudulentas, então registro mais uma vez, a ABIH é frontalmente contra aos condo-hotéis.

PF: Régis eu queria te dar uma sugestão.

RG: Régis, desculpe-me falar, mas falar de formação de cartel, prejudicar mercado, coisas espúrias, acho que não são palavras adequadas e nem esse é o fórum para discutir esse assunto. Isso já passou, inclusive seu presidente à época, Álvaro Bezerra de Mello, quando a lei geral do turismo foi feita, trabalhamos a quatro mãos: a ABIH e as redes de condo-hotéis. Gostaria de dizer também que o mercado está aí pra ser explorado por todo mundo. Ele não é de propriedade da ABIH. O mercado não é de propriedade dos condo-hotéis. Se você me perguntar se existe sobre-oferta, respondo que existe. Hoje eu conversei com o Paulo Ferreira, com o Otávio Yazbek, e nossa maior preocupação hoje no FOHB e essa minha posição foi aprovada na última reunião plenária é como regular o mercado sem interferir. Acho que nenhum agente econômico tem o poder de dizer lance ou não lance. A decisão é do comprador. A nossa obrigação, e eu estou aqui pra isso, não pra discutir se alguém está sendo prejudicado, se alguém faz cartel, se alguém faz fraude como nós vamos usar essa oportunidade que nós temos para regular o mercado. Eu conversei com o Otávio, conversei com o Paulo, nós temos hoje a nossa chance de poder dar ao nosso investidor, de novo, a segurança de investir em um condo-hotel. Não é possível continuar com a oferta totalmente descontrolada. Se você olhar isso, não é uma condição só de condo-hotéis, das redes hoteleiras, dos hotéis individuais que hoje estão crescendo muito. Existem outras fontes de financiamento. Então talvez o senhor não saiba o que acontece aqui. Existe uma série de hotéis individuais sendo construídos, também aumentando a oferta, criando sobre oferta. Só queria dizer que acho não ser esse o foco desta reunião. Acredito que essa briga de condo-hotéis já era passado. Fico surpreso de ter reaparecido o tema. Gostaria sinceramente de usar toda a experiência que seu setor tem de muitos mais anos do que o nosso para que consigamos criar uma maneira de proteger o investidor. Nós estamos aqui para fazer um prospecto publicitário. Se ele for grande, pequeno, tem que ser bom. Nós estamos aqui para

treinar bons corretores. Se der trabalho, não tem problema, vamos treinar. Nós estamos aqui para os especialistas fazerem estudos de mercado que contem a verdade. Não posso mais permitir que um estudo seja fraudado, que não dá viabilidade, porque o profissional será responsabilizado civil e criminalmente se não fizer um estudo que não está correto. Nós estamos aqui para ouvir as administradoras dizendo o que vai acontecer e nós estamos aqui também pra ver o mercado se arrumar. Hoje é muito difícil trazer investidores, porque há postura que não respeita a viabilidade do nosso negócio. Não vou dizer que há muita oferta ou pouca oferta, muitos lançamentos, que não tem nenhuma perspectiva de ter resultado nos próximos cinco anos. Nós temos que regular isso; temos que criar de novo credibilidade no setor. Nós temos que, de novo, falar para o nosso cliente sobre potencialidades de retorno e sobre riscos. Que o investimento está sendo feito por livre e espontânea vontade. Ninguém pode me impedir de fazer uma bobagem. Ninguém pode me impedir de comprar uma coisa que eu quero comprar. Então, José Ernesto, eu acho que nós temos que focar de novo no que nós viemos aqui discutir.

RN: Deixe-me apenas responder. Em primeiro lugar tenho um imenso respeito pelas suas palavras e sobre tudo o que colocou. Estou vindo pela vez primeira aqui então muitos assuntos eu não sei. Se não é o foro adequado como senhor coloca, mas o que eu vim aqui para trocar idéias. Se as idéias não são aceitas, não há problema. Não vim aqui pra impor nada.

RG: Minha família é Guaspari. Sou gaúcho. É terra de empreendedores e lá nunca tivemos medo de concorrência...

JE: Senhores, deixe-me dar uma sugestão. Se formos abordar micro particularidades desse universo chamado Condo-hotel, provavelmente não sairemos daqui hoje. Então gostaria de simplesmente fazer algumas lembranças.

RG: Só queria dizer que não sei se fui um pouco duro nas palavras. Respondi o termos que você usou na carta. Está gravado. Acho que também aproveitei para colocar a posição do FOHB. Nós não somos a favor de enganar ninguém. Não somos a favor de enganar ninguém. Eu acho que hoje na nossa conversa inicial, Paulo ferreira, eu falei exatamente isso. Talvez você se espante com o que eu vou te dizer, mas essa é a nossa posição e não é minha posição: é a posição da nossa associação. Nós temos que aproveitar essa oportunidade pra regulamentar o mercado e para criar novamente confiança para o investidor.

JE: É, vive hoje num país que a cada dia tem uma surpresa. Muitas vezes acabamos esquecendo de ver o macro. Então convido a todos a sair um pouquinho do dia de hoje e tentar lembrar o que aconteceu ao longo dos últimos quinze anos. Tivemos realmente um período de sobre oferta de quartos hoteleiros, flats, apart-hotéis. Não havia regulação e preocupação nenhuma. Vários embates desses que começaram aqui se seguiram no âmbito no Congresso Nacional. Eu mesmo, atuando como consultor do Ministério do Turismo, participei ativamente da Lei Geral do Turismo. O FOHB intensamente participou. A ABIH intensamente participou. A Lei Geral do Turismo veio a criar o primeiro um marco, vamos assim dizer, regulatório, especificando o que era meio de hospedagem, quem pode fazer locação de diárias, o que é condo-hotel. Muita coisa evoluiu e nós chegamos a um determinado momento que fica muito claro e patente que este negócio era ofertado antes como um negócio imobiliário, mas na verdade tem dois negócios. Não vou querer dar nenhuma idéia para o

regulador, mas me recordo de um julgamento da SEC - Security Exchange Commission, de um Condo-Hotel na Flórida, no qual dizia haver duas ofertas: de um negócio imobiliário e de um investimento. A partir daí exigiu a SEC dois brokers diferentes na transação: um de real estate e outro de security. Pelo amor de Deus... os brokers já são problemas e não estou sugerindo nada...

PF: Sabemos disso. Apresentamos essa regra para vários participantes mostrando que a nossa regras é menos rigorosa do que a regra da SEC porque liberamos vocês de contratar o corretor de valores.

JE: Perfeito. Faço essa segunda preliminar para lembrar que no ano de 2015, aqui estamos, já há consenso que é uma oferta de investimento e que a função do regulador é de permitir transparência total na oferta para que o brasileiro investidor, estrangeiro, enfim, tenha total condição de errar se quiser.

PF: Eu acho que o ponto é esse, se me permite, José Ernesto. Entendo e entendi perfeitamente o apelo da ABIH e queria dar uma sugestão específica para este caso. Acho que um caminho que pode se seguir é haver uma reclamação na CVM. Reclame na CVM. Diga que tem até uma determinada oferta que oferece uma renda fixa de R\$ 1.800, mas o modelo lá está cobrando R\$ 2.500 de juros, vocês podem fazer a reclamação. Iremos levar isso que você citou até o o remédio pra isso. Porque você resolve isso com informação, com informação de forma clara em um estudo de viabilidade. Não vai ser o primeiro nem o último produto a chegar ao mercado com esse tipo de questão, se é que existe mesmo uma questão. Sabemos muito bem que pode uma senhora entrar em uma agência bancária e o gerente pode oferecer para ela, por exemplo, um título de capitalização que vai pagar 50% da inflação, mas, quer dizer, um título em que o investidor vai entrar com 10 e vai receber cinco de volta, e isso é regulado, é possível aqui no nosso mercado, é permitido pelo nosso ordenamento. Estamos aqui não para proibir pessoas de queimar os seu dinheiro, mas sim municiar essas pessoas de informação suficiente pra elas tomarem uma boa decisão, se quiserem.

RCB: Sobre duas questões, uma a respeito da questão dos corretores, talvez o problema mais recorrente naquelas ofertas já dispensadas de registro. Talvez até dentre todas elas de fato isso é uma preocupação muito grande do mercado. É uma preocupação dos operadores, é uma preocupação dos incorporadores, esta forma de venda que segue a forma tradicional do mercado imobiliário porque o produto tem essa característica e precisa de fato de uma pulverização muito grande de informação no mercado para se ter o retorno e isso é feito com uma força de vendas das empresas comercializadoras e embaixo delas, dos seus diversos corretores associados, que de fato são muito difíceis de serem controlados. Algumas soluções nós temos que achar porque o modelo atual é insatisfatório. Achei interessante essa questão desse prospecto resumido, do "take one", seria um resumo dos aspectos principais como o Paulo disse. Tem que ver que na realidade sabemos que poucos investidores, por mais bem feito que seja o prospecto, lê integralmente, estuda, tira dúvidas, mas isso ele tem essa faculdade. E enfim, talvez este documento resumido, amigável na leitura, que tem alguns aspectos principais, possa fazer com que, ainda que alguma coisa que tenha sido dita, a ele investidor, eventualmente não seja totalmente verdadeira, ele tem a oportunidade de esclarecer e ao assinar esse documento possa ter mais essa informação. Mas para que isso não

seja mais um documento a ser acrescentado em todo arcabouço, talvez isso pudesse ajudar com uma combinação de medidas para atenuar o efeito negativo da forma de atuação dos corretores. Claro que é necessário investir em treinamento, é necessário para o manual do SECOVI siga cumprindo sua função, mas precisa agora ser atualizado, muito do que vem sendo debatido, muito do que vem sendo visto no mercado, com a contribuição do que a CVM já deu até em termos regulatórios, e também investir nessa questão. Mas, talvez, esse controle absoluto não seja possível, nesse modelo atual de vendas que tem e a suspensão da oferta, talvez seja uma medida amarga demais para o incorporador que está tentando fazer esse controle e está procurando treinar os seus corretores. Então, talvez se nós pudéssemos caminhar para uma forma de treinamento, um conjunto de regras, previstas até no manual do SECOVI, do atendimento do ofertante, em seguir aquele treinamento específico para ter a comprovação de que ele foi feito, combinado talvez ao “take one”, talvez ele pudesse e nós pudéssemos pensar em uma forma de não caminharmos para essa suspensão da oferta, embora saibamos que não é a primeira medida que a CVM adota. Depende de tolerância, mas é que dependendo da situação ela tem um efeito extremamente negativo na empresa e, é claro, que existiu uma infração ainda que não cometida diretamente por ela, por conta de todo o investimento feito, por conta de todo o prazo de carência da incorporação imobiliária que se esgota em seis meses, você fica boa parte desse período sem poder vender. Acho que talvez possamos caminhar para essa solução do “take one” ser uma possibilidade.

PF: Não te interrompendo, mas ilustrando, o que você está dizendo em resposta aos problemas, soluções e obstáculos a serem enfrentados, trazidos pela pauta, é a suspensão como remédio previsto na norma. Para não usar esse remédio utilizamos de tolerância, ou seja, essa suspensão não é dada a torto e a direito; é dada depois de uma reiterada infração. Será que se trata realmente de um fato isolado? Se for infração reiterada... Essa questão do treinamento realmente parece que ajuda muito. Acho que se isso não vai dar resultado imediato, já que treinamento demora pra dar resultado, temos essa sugestão que está surgindo aqui do “take one”, de criar um documento de entrega para as pessoas para neutralizar esse problema. Talvez se possa até vislumbrar essa questão, se o “take one” foi efetivo, será que ele neutralizou o erro? Ou será que neutralizando poderíamos tirar a suspensão dessa questão? E essas idéias, só concluindo, do espaço para auto regulação da atuação que pode ser via SECOVI, via FOHB, e o próprio CRECI, vale dizer que a CVM tem recomendado nas suspensões comunicar o CRECI, quando é corretor independente, porque recebemos a resposta de não ser possível controlar o independente. Então, dissemos, faz o seguinte, manda um comunicado lá pro conselho regional para ele ficar sabendo o que o associado dele está fazendo.

OY: Um exemplo de mais uma possibilidade que surge, Paulo, se você me permite, e que está dentro desse tema da alta ocupação e uso de regulamento, é o fato de que o próprio incorporador pode, eventualmente, sentindo que ele vai ter problema com a CVM, se antecipar e descredenciar aquele corretor. Assim, caso esteja sentindo que eu irá ter aquele problema e a sua oferta será suspensa, o incorporador pode chamar o corretor e falar: “olha, você está descumprindo a regra aqui, desculpe não dá pra você prestar esse serviço pra mim”; na verdade eu não sei se isso é uma solução viável, mas são construções institucionais que se podem fazer a partir da criação de um mecanismo de alto regulação, desculpa Paulo.

PA: Deixe-me só aproveitar, dentro desse mesmo assunto, acho que é importante também termos diferenciação e gradação, pelas peculiaridades do mercado imobiliário, da publicidade. É diferente do tratamento de uma oferta de debênture ou de outro valor imobiliário de uma venda de condo-hotel que se assemelha muito mais a uma venda de um empreendimento residencial. Tem o stand, a materialidade daquilo que está sendo vendido e o relacionamento com o consumidor é diferente com o investidor. Então acho que também é importante considerar, ao se discutir essa regra, uma calibragem da regulação que não engesse o mercado de uma maneira que acabe dificultando o que já está bastante difícil e isso que se ouve dos clientes e dos players em geral. Então, na montagem de um estande de vendas há diversas peças que não se enquadram muito bem naquilo que foi pensado quando se criou a norma e se viu que tudo tem que ter uma norma, uma ressalva, isso é importante e entendemos, mas acho que a grande gradação ocorre quando você fala de um stand de vendas ou de material publicitário de um bem como esse. Acho que a regulação precisaria levar isso em conta e não engessar tanto, mas quando a gente fala da negociação e quando caminhamos para concretização do negócio, acho que todas essas cautelas e esses cuidados passam a fazer muito mais sentido. Vou negociar um contrato, vou dar uma informação mais concreta para o investidor e falar para ele em mais detalhes daquilo que eu estou oferecendo. Isso é diferente de uma publicidade que é mais alegórica e atrativa e que muitas vezes, dentro desse emaranhado de regulação de mercado de capitais, acaba ficando sem sentido. Então já fui procurado por muitos clientes que falavam que se o estandefor feito com essas exigências eles acabam perdendo o apelo que eles teriam sem tudo isso. Daí, acho que a teríamos que pensar nas exigências e nas ressalvas, pois são importantes nessas peças. A idéia do “take one” é muito boa. Quando você senta com o investidor, com o consumidor para discutir o negocio, aí a coisa já é um pouco mais concreta e os cuidados precisam ser maiores. Agora, quando você está falando para um público maior e não de uma maneira não tão concreta acho que a regulação precisaria calibrar esse ponto.

JE: Antes de passar a palavra para o Luiz, eu queria me manifestar a esse respeito. Gostaria de lembrar dois fatos recentes, e desculpe-me, pois, o Antônio Ricardo havia solicitado a palavra antes. Houve uma oferta no Rio de Janeiro, no centro, que trilhou exatamente esse caminho; a oferta tinha sido suspensa e o incorporador descredenciou um intermediador imobiliário. Por acaso tive a oportunidade de conversar logo após com esse intermediador imobiliário. O diretor dessa corretora imobiliária disse que seus corretores estão sentindo tanta dificuldade para se adaptar a esse novo mundo que eles preferem não mais vender esse tipo de produto. Essa foi a primeira reação. Depois sugeri treinamento, ofereci processos de treinamento para que esses corretores tivessem maior habilidade para fazer a venda. A resposta foi direta. Ele disse que na verdade os corretores não são funcionários. Segundo ele os corretores são desempregados que estão corretores durante determinado período, até arrumarem empregos com salário regular. Portanto, não iriam fazer investimento com profissionais que não têm vínculos, que momentaneamente estão tentando vender produtos imobiliários.

PF: Desculpe-me, mas tenho que interromper. Se alguém não quer buscar financiamento com o público então procure um banco e se submeta a uma análise de crédito. Mas se vai buscar o dinheiro com o público em geral, temos que informar bem. Nós na CVM ouvimos que é difícil aqui, é difícil ali, é difícil acolá... Eu não estou mais envolvido na CVM com a matéria, mas, se



isso é um problema e não estamos conseguindo com o corretor, então nos dê uma alternativa de solução.

JE: A idéia de levantar esses temas, Paulo, é para discutir e, se não me falhe a memória, acho que você havia sugerido que talvez fosse uma solução adequada seria a auto regulação...

PF: É, essa coisa de dar uma solução via contrato, essa questão do estande, por exemplo, que o Paulo Augusto comentou, estive em um evento desses e observei que o material publicitário que eles estavam usando eram todos irregulares; não tive como não falar. Disse para o empreendedor que teria que tomar uma providência muito rápida para corrigir tudo. E ele afirmou que não conseguiria. Mas antes eu havia visitado outro projeto semelhante em que eles haviam conseguido. Todo o material estava OK, inclusive no outdoor. Eu entendo, Paulo Augusto, que pode não ser adequado mesmo, acho que aquela taxa pode ser exagerada mesmo, mas como regulador, como você bem disse, trazemos essa experiência que temos de regulação de ações, de debêntures, de tal sorte que entendemos que temos a contribuir. A 400 foi pensada para ações, debêntures, etc., não foi para Condo-hotel.

PA: Então, acho que temos que dosar, temos que ter uma dose menor em algumas etapas e uma dose maior em outras. Não estou aqui propondo uma solução concreta, até porque nenhum de nós a tem em mãos, caso contrário já teria sido proposta. Mas acho que conjuntamente temos como chegar em uma...

JE: Por isso que estamos aqui discutindo...

PF: Mas lá no caso concreto há um momento; quando houver uma situação de análise que te peça isso, imagino que seja ali o momento dizer qual seria o melhor caminho. Concentrar toda informação em único documento? Nós precisamos de soluções; é muito difícil, além de ter que lidar com as dificuldades de ser um produto novo e de uma regra que não é totalmente adequada, sermos obrigados a dar soluções a todos os casos.

JE: Muitos querem falar. Para organizar, o Antônio Ricardo está pedindo a palavra há bastante tempo. Tadeu pediu a palavra agora e ainda não teve a oportunidade de falar. O Luiz, o Bicalho, então, se vocês me permitirem, vamos seguir essa ordem.

AR: Nós incorporadores aqui do Rio acompanhamos esses debates desde as primeiras mesas redondas. Há uma preocupação enorme hoje em dia com a segurança jurídica e com a sustentabilidade. Os corretores de imóveis são a minha única preocupação. Aliás, o primeiro e o segundo entre os dois únicos motivos para nós ADEMI estarmos aqui hoje, é a do corretor de imóveis. Acabou de sair uma legislação; nós temos enfrentado a questão tributária da responsabilidade tributária dos incorporadores na venda, no pagamento das comissões. Temos enfrentado a responsabilidade trabalhista, temos chamado os corretores e demos um deadline para os corretores no sentido de vamos estabelecer um código de normas. O CRECI Rio de Janeiro tem uma nova presidência, uma nova administração, e estávamos tentando nos aproximar do presidente e tínhamos sugerido uma cartilha digital que fosse distribuída pelo CRECI para todos os seus associados. E para confirmar aquilo que o Paulo disse e é um alvo que temos tentado combater, ser corretor, e eu também sou corretor e estou me transformando agora em agente autônomo de investimento, ou seja, gosto de ter os meus

negócios regulados, corretor é uma segunda via de trabalho. Os corretores não oficiais hoje em dia são aqueles que em 5 minutos tem um web site no ar, sobem o site com qualquer informação que eles querem, e isso é muito ruim, até para o próprio empreendimento: os nossos empreendimentos e os de outras empresas, apresentam preço diferente, condição diferente, foto diferente, mas hoje é possível subir um web site em 3 minutos. Então a ADEMI tem trabalhado nisso. Podemos nos aproximar do FOHB, temos nos aproximado do CRECI, para criar uma cartilha, um código de conduta, e acho que uma cartilha digital no nível de um manual, uma cartilha digital co-dividida e porque também não conseguimos arcar com mais custos (um memorial de corporação custa R\$200.000,00 brincando, então estamos no limite dos custos...) então conversaríamos sobre uma co-participação no sentido de dar ao CRECI para distribuir para os corretores oficiais. A ADEMI tem preocupação com isso, não por causa dos hotéis, mas por conta do trabalhista, do tributário, etc e estamos dispostos a discutir sobre isso.

ATN: Tadeu falando, obrigado. Só reforçar um ponto que já tinha dito, só que em outro enfoque, que é a questão dos outros mercados. Vamos falar disso mais para frente, mas, na realidade, para a regulação, por mais que em termos de volumes financeiros os mercados relevantes estejam nas grandes cidades em e em números de casos evidentemente é mais ocorrente, não podemos esquecer que tem o resto do Brasil que está sujeito à mesma norma, à mesma circunstância, o que acontece? Tem empreendimentos pequenos e tem empreendedores menores. Convivemos com o incorporador, o consultor, o operador, mas muitas vezes em lugares menores é tudo um sujeito só! O empreendimento que ele vai desenvolver é de uma dimensão econômica que não consegue suportar certos padrões de custo e aí arrebenta nessa porta que o Paulo Ferreira falou: chega na CVM um pedido completamente fora de padrão, fora de norma e de baixíssima qualidade porque é o nível de acesso econômico que aquele indivíduo tem. Então isso é uma realidade e temos que trabalhar com o País como um todo.

JE: Vamos tratar do tema mais adiante na pauta, mas antes deixe-me passar a palavra para aqueles que ainda querem se manifestar...

ATN: Para o empreendedor imobiliário, quando chega a hora de pedir a dispensa na CVM, ele já gramou meses, se não forem anos, para chegar naquele ponto de aprovação. E aí ainda que tenhamos conseguido ganhar um tempo bastante positivo desde o início do programa, hoje o procedimento continua demorado, é um esforço de muito tempo, alongar hoje o procedimento... está em torno de seis meses mais ou menos.

JE: São 60 a 90 dias, dependendo da qualidade da informação.

PF: Para passar na CVM você está falando? Ou como um todo?

ATN: Não, não, o todo é às vezes de 3 anos... isso ainda é penoso.

LW: Só uma sugestão, quanto ao aspecto do corretor e essas melhores práticas, sempre recomendamos que finalizada a oferta, sempre haja uma formalização aos corretores quanto à existência, conteúdo e divulgação do prospecto resumido, dos materiais publicitários previamente aprovados. Da mesma forma, recomendamos, a criação de um canal de

comunicação que é o único canal de comunicação por meio do qual o incorporador pode anunciar aos corretores sobre novos materiais. Isso é um vínculo que se estabelece *a priori*. Isso é, não se deve aguardar que haja um problema que aí possa criar um problema. Incute-se uma responsabilidade maior nos corretores, que passam a ter que respeitar esse quadro estabelecido previamente. Celebra-se um contrato simples, entre corretores e incorporadores, que estabelece esse meio de comunicação direta e formal - o único meio aceito para que os corretores possam fazer as suas vendas. Demonstra-se a boa fé do incorporador e faz com que, em casos em que hajam um aventureiro que passe a criar um site sem qualquer vínculo com o próprio corretor. Nesses casos, as empresas podem não ter nenhuma relação com o material irregular. Por isso, é importante que se demonstre se tratar de um ato isolado. Infelizmente, é a informalidade do mercado, alguém que não possui uma relação com a incorporadora. Nessas situações, nem sequer o corretor poderia ser responsabilizado porque não tem nenhuma ligação com uma pessoa que está ali tentando fazer um esforço de vendas totalmente alheio as normas sobre a matéria.

RB: Só fechando o tema aqui do primeiro item da pauta; falamos muito do corretor que é realmente quem está na ponta, mas eu gostaria de compartilhar com vocês a perspectiva das bandeiras hoteleiras internacionais que atendo, quanto à Deliberação 734, que é um marco regulatório e que oferece segurança jurídica a esse mercado, pois essencial para eles entenderem exatamente onde eles estão entrando. Acho que se tivermos uma Instrução Normativa será melhor ainda e é justamente disso que eu gostaria de acrescentar aqui e no próximo item da pauta, o problema com a 734 ao, inserir o operador hoteleiro como ofertante. Temos inúmeros tipo de produtos ofertados, no Rio, em São Paulo, no Brasil inteiro, e, na grande maioria dos casos, essas operadoras, essas bandeiras hoteleiras, foram enquadradas como ofertantes sem ter qualquer ingerência no momento da oferta do produto. Exceções o corretor de imóvel, a construtora, sendo que na maioria das vezes essas operadoras somente terão a posse do imóvel quando o mesmo estiver pronto, mobiliado, decorado e equipado. Há sim determinadas responsabilidades na fase operacional que têm que deverão sim ser assumidas perante a CVM, mas acho que está havendo uma resistência, um bloqueio, de participação dessas operadoras em novos empreendimentos hoteleiros por conta da responsabilidade imputada quanto à fase da oferta. Não sei se vocês têm sentido isso no FOHB, do incômodo por parte das bandeiras hoteleiras de figurarem como ofertantes, não por ser parte da oferta, pelo contrário, mas diante da preocupação de não controlarem essa fase de oferta. Usualmente a operadora hoteleira não tem qualquer remuneração pela oferta e, muitas vezes, nesse modelo que eu estou falando, ela não escolhe o tipo de produto, ela não define o preço, ela não escolhe a corretora, ela somente requisita um hotel pronto. Eu não sei se há espaço para uma futura regulação no sentido de conseguir delimitar as responsabilidades, quanto a fase operacional sim, não há dúvida, que há responsabilidade da operadora hoteleira, com obrigações de auditorias trimestrais ...

JE: pegando a sua fala, antes de passar a fala para o Otávio, lembrando de alguns projetos que tivemos a oportunidade de participar, e lembrando que na verdade oferta-se um conjunto de contratos, nós, por acaso, em alguns casos, sugerimos a criação de contrato adicional entre o operador e o incorporador hoteleiro definindo a responsabilidade de cada um na oferta. É apenas um comentário.

OY: Eu acho a questão que você trouxe, Rafael, bastante oportuna, e, na verdade, o FOHB discutiu bastante internamente essa questão. Tivemos a oportunidade de discutir muito isso em razão do fato de que a posição de ofertante nasce a partir da posição de uma rede associada ao FOHB, de uma necessidade de pedir isso para a CVM, e o Paulo Ferreira acompanhou naturalmente esse processo todo. Na verdade a necessidade que essa rede sentia era de não ficar extremamente, desculpa é um termo muito informal, “vendida” no processo como um todo, uma vez que ela trabalhava com diversas incorporadoras. Cada incorporadora tinha as suas práticas, elaborava os documentos de oferta livremente, e muitas vezes sem maiores preocupações em relação ao que a rede hoteleira estava fazendo, e essa rede pediu para participar mais diretamente do processo. Para falar a verdade, particularmente, sempre gostei muito dessa solução e acho que ela é uma forma de trazer a rede hoteleira para dentro desse processo e fazer com que ela estabeleça alguns controles, mas novamente eu penso com a cabeça do mercado de capitais nisso. Nesse sentido, nós acabamos discutindo bastante e reconhecemos que essa solução poderia ser adequada, mas ela trás exatamente as dificuldades que você se referiu: por um lado, do ponto de vista da concepção de responsabilidade administrativa perante a CVM, me parece muito razoável que se fale na posição de co-ofertante; por outro, essa posição de co-ofertante pode gerar uma série de implicações do ponto de vista da responsabilidade civil nesse sentido. Um dos documentos que o FOHB apresentou para a CVM já ressuscitava a importância de reconhecer essas nuances. Nós não esperamos, nas nossas decisões da CVM, que a CVM vá diferenciar muito o papel de co-ofertante. Isso criaria uma figura que é meio anômala, né? Mas nós achamos que talvez o caminho a se seguir seja esse sugerido pelo José Ernesto, de se construir um documento, fazer claramente essa diferenciação, e que acabe ingressando nos documentos da oferta, para que a CVM, quando tiver lidando com dois co-ofertantes, não precise se preocupar tanto com determinados aspectos, mas para que exista uma distinção mais clara de responsabilidades. De qualquer forma, eu queria dizer que, embora goste da solução do co-ofertante, que tenha sido sempre um defensor, eu reconheço os problemas que você referiu.

RB: É uma realidade, não é uma crítica em si, mas uma preocupação e se pudessemos definir melhor as responsabilidades seria melhor.

OY: E é uma preocupação legítima.

PF: Eu queria pontuar aqui uma primeira oferta que envolveu a bandeira Marriott fizemos essa sugestão para vocês, de vocês fazerem um contrato com divisão de responsabilidades, lembra disso? Acabou sendo feita a oferta. A Marriott está lá com uma marca dela. Então, assim, a primeira coisa que queria pontuar é que já existe um caso concreto com esse tipo de exemplo, dessa sugestão do José Ernesto, e a segunda é que, é apenas uma sensação, não tenho nada de concreto, mas tenho a sensação muito parecida com a sua, não no ponto de vista da bandeira, mas no ponto de vista de pessoas que estão estudando isso, que se tivermos que chamar à responsabilidade sobre algum evento, vai dar problema. Acho que hoje essa questão não está resolvida, então realmente tem espaço, sinto espaço grande para acertarmos isso. É uma necessidade. É lógico que a regulação é nova, o produto de alguma forma é relativamente novo, não sei como isso vem sendo tratado nas ações já existentes de pedido de indenização, acho que o polo passivo, talvez o Wielewicky pode falar alguma coisa sobre isso se quiser, o

polo passivo tem sido os incorporadores e então quer dizer lá no âmbito da Justiça, vamos supor um caso que tem uma propaganda que está muito claro que se promete ali rentabilidade, essa rentabilidade do condo-hotel, a rentabilidade não se revela na prática e o investidor entra com uma ação indenizatória com base no código do consumidor, ele vai falar contra o incorporador, se ele entrar contra o ofertante, não sei o que vai acontecer, no caso de responsabilidade administrativa tem isso lá na instrução, existe a possibilidade teórica de haver uma punição com base na deliberação 734 eu só não sei como não existe, essa questão tem essas nuances aí, não sei se isso se sustentaria, tenho sérias dúvidas a respeito.

OY: - várias pessoas falando - com as discussões sobre a responsabilidade de underwriting, há uma similaridade nesse tipo de coisa (...).

RG: 1 hora e 45 minutos até agora. Se continuarmos nesse ritmo vamos ficar aqui até às 09h30min da noite...

JE: Vamos para o segundo ponto da pauta, mas quero fazer um comentário.

RG: Não... 1 hora e 45 para o primeiro ponto da pauta...

– várias pessoas falando –

JE: Vamos então ao segundo ponto da pauta. Só lembrando, durante a segunda mesa redonda, discutimos o tema do “accredited investor” que é uma tipologia da legislação americana. Nós não temos, me corrijam se eu estiver errado, dentro da legislação brasileira, e como esse tema de condo-hotel é uma inovação, parece-me que caberia e seria muito adequado que nessa nova regulação talvez se criasse a definição desse “investidor credenciado”. Logo quando os primeiros casos foram ao colegiado, recordo-me que um dos presentes aqui, desenvolveu o raciocínio que se um investidor qualificado é aquele que tem no mínimo R\$ 300.000,00 investidos e se a oferta é igual ou superior a R\$ 300.000,00 então esse investidor se qualificaria a partir da própria oferta. A partir desse raciocínio a cifra chegou à deliberação 734. Mas de uma certa forma criou um limite. Então lembrando que nós já temos mais de duas dezenas de milhares de investidores, que já colocaram suas poupanças em negócios desse tipo, provavelmente muitos deles não têm um milhão de reais de patrimônio, mas já são investidores desse tipo de negócio. Lembrando também que nas cidades secundárias e terciárias os valores dos investimentos são muito menores, ou menos da metade ainda, nós sem querer dar muito exemplos, mas nós chegamos a examinar um projeto no interior de São Paulo, que se fosse lançado seria R\$ 120.000,00, menor do que os R\$ 300 mil, enfim, queria lançar essa discussão sobre investidor credenciado e aproveitando já que nós estamos falando já o que não existe, também inovar um pouco na pauta e colocar outra pergunta em discussão. Será que a regulação que o mercado deseja não seria uma dispensa automática através de uma instrução normativa? Vamos fazer a palavra rodar...

LW: Eu já me manifestei sobre investimentos no interior. Parece-me que essa questão mais urgente, uma questão de vamos dizer assim, de justiça econômica, de oportunidades a diversos tipos de investidor, para que possam ter acesso a um investimento, como foi dito aqui, bem informado, em outras cidades do país. As justificativas de tais investimentos se

baseiam na natureza imobiliária de cada cidade que tem um elemento importante nesse tipo de contrato de investimento coletivo que é a oferta de condo-hotéis.

JE: Se fossemos pensar em parâmetros, você pensaria em que? Para falar em valores, você acha que seria justo que a oferta de R\$ 120.000,00 exigisse patrimônio do mínimo de seu dobro? R\$ 240.000,00? Porque veja, algo relevante, quando nós estamos falando de condo-hotel, nós estamos falando de um negócio que é 100% equity. Para dar um exemplo que temos aqui no Rio de Janeiro, talvez o exemplo mais apropriado porque é um caso no qual tudo deu errado, que foi o Brezees Búzios, que hoje está com a Blue Tree, e é um caso público, então não tem o porquê não comentar; o construtor praticamente quebrou, o incorporador praticamente quebrou, o operador hoteleiro saiu do país, a comunidade local foi hostil ao empreendimento, e tem mais outros problemas que aconteceram. Nesse caso, tudo deu errado. Há mais de 40 ações judiciais em Búzios envolvendo esse empreendimento. Só para dar uma preliminar a respeito do como tudo deu errado. Tudo deu errado e, passados cinco anos, as perdas conhecidas foram de cerca de R\$ 16 milhões, mais ou menos. O empreendimento vale R\$ 200 milhões. E foi feito com 100% de equity. Então vamos pegar assim um caso extremo, de quando tudo dá errado, não estamos falando de algo que pode virar pó, como um papel. Nessa indústria de condo-hotel o investimento não vira pó. Continua tendo um ativo imobiliário. Será que por conta disso os parâmetros não deveriam ser um pouco diferentes?

RG: José Ernesto, você não acha também que o fato de credenciar um investidor vai criar um impedimento para alguém que queira entrar no mercado? Se a gente lembrar do nosso primeiro carro, quando compramos nosso primeiro carro, quem tem dinheiro para pagar o carro? Nós fomos lá, financiamos, pedimos empréstimo, de repente tem alguém querendo comprar um flat, que é uma alternativa de investimento, e ele não tem esse dinheiro. Acho que se ele for bem informado, talvez o credenciamento do investidor seja a informação e não o valor. Apenas uma sugestão.

PA: Acho que tem outro aspecto importante. A questão do valor é a forma que a regulação tem escolhido, não só no mercado de capitais, mas em outras áreas concorrenciais. Estabelecer um padrão numérico cria um critério objetivo. O que se está buscando é uma variação do perfil socioeconômico de quem está investindo. Busca-se um investidor que tenha capacidade de formar um juízo e fazer uma análise informada. Não se trata de simplesmente fazer investimento emocional ou assumir risco que não tem condição de assumir. A questão passa também para os especialistas em mercado de capitais: quais seriam outros parâmetros que poderiam ser estabelecidos que não fossem simplesmente valorativos? Sem outros parâmetros não se consideram as diferenças socioeconômicas do país! A regulação não captura essas peculiaridades. O espírito da norma é a proteção ao investidor. Não haveriam outros critérios que sejam mais completos do que esse?

OY: Na verdade eu gostaria de ir aos pontos do seu questionamento. Acho que poderíamos explorar... achei interessante inclusive essa última questão que o Paulo trouxe... na verdade o que nós notamos e que o FOHB começou a análise e fez uma proposta inclusive baseada nisso, foi que a CVM apenas se ateu ao conceito de investidor qualificado naqueles casos que envolvem a oferta de frações ideais ou "cotas". Nos casos em que se envolviam ofertas de

unidades autônomas condominiais, a CVM abandonou isso. Para mim, não mostrou um grande bom senso que, de fato, quando você tem a oferta de unidades condominiais, você tem essa dimensão material; essa dimensão de propriedade imobiliária que você referiu praticamente torna desnecessária a preocupação com a qualificação do investidor porque ele tem uma camada a mais de proteção. Nesse sentido eu acho que é importante pensar um pouquinho no significado do conceito de investidor qualificado, com esses puxadinhos em cima dele, que tem na Deliberação 734. É muito importante reconhecer que, e essa é minha opinião sobre isso, - em um primeiro momento eu e o Paulo Ferreira tivemos a oportunidade de discutir isso, mais de uma vez - não há proibição de ofertas por valores inferiores a R\$300.000,00. A Deliberação só criou um "fast track" para ofertas que tenham valores iguais ou superiores e que atendam todos os pré-requisitos. Acho que esse é um ponto que tem que ficar marcado desde o primeiro momento, e aqui é importante reconhecer aquele primeiro ponto que eu falei, nesse sentido, a 734 tem que ser vista como um negócio provisório, como um caminho que está sendo construído. Decidiu-se criar o "fast track" apenas para essas ofertas que têm valores superiores. Nessas, o colegiado está mais a vontade. Outras coisas, talvez seja melhor analisar. E aí, então, o que acho, é que é um ponto importante não termos que nos preocupar tanto com o conceito de investidor qualificado como um dos aspectos da construção da norma no futuro. Particularmente sou muito crítico em relação a esse conceito e venho a um ponto em que citou o Paulo. Ou seja, no mundo todo a proteção de um investidor, a partir da definição de um patamar do qual está, que é simplificado, é meio mal visto. Essa definição é usada em todos os lugares, dentro da média, mas é um número cabalístico, um número que com o passar do tempo fica descolado da realidade, mas infelizmente é o que temos. Acho que aqui, talvez, como nós temos na maior parte dos casos a possibilidade de aquisição efetiva de uma unidade autônoma imobiliária, vale aquilo que você falou: nós não precisamos nos preocupar com o conceito de investidor qualificado (a proposta do FOHB é um pouco nesse sentido) e quando for ofertada a unidade imobiliária, vamos deixar de lado o conceito e aí nos resolvemos inclusive o problema que o Luis se referiu das unidades condominiais que tem valores muito menores, pois nós estamos lidando com outros lugares do país. Quando nós chegamos, no entanto, isso também era uma posição consolidada no FOHB, nas ofertas de cotas, o que me parece ser uma coisa típica do Rio de Janeiro. Nesse caso a coisa fica mais complicada, e aí nós continuamos defendendo a oferta a partir de um conceito de investidor qualificado.

JE: Então, lembrando sempre que estamos falando sempre de dispensa; nada impede de se fazer o registro da oferta...

OY: Nada impede de fazer o registro, mas aí por causa das ofertas por cotas nós continuamos entendendo que não tem outro remédio. É um instrumento mais financeiro que o ideal seria seguir esse caminho de investidor. Eu espero, por mais que nunca seja a solução mais adequada. Agora, de qualquer forma, nós achamos que a melhor forma de lidar com os problemas de investidor qualificado é afastando para quando existe a aquisição de unidade condominial, propriedade imobiliária propriamente dita, e achamos que não se perde muito com isso por causa da própria fragilidade do instrumento.

ATN: É isso... o ponto que eu toquei sobre empreendimento muito pequeno e cultura do interior... Isso adere perfeitamente porque, aí sim, a cultura é de compra de unidade. Então a

hora que vamos para esse mundo, criamos nitidez maior dessas diferenças e aí as soluções vão ser diferentes e vão acomodar essa situação.

RCB: Só para complementar, concordo perfeitamente com essa visão, até por outros fatores, inclusive até pelo exemplo que o José Ernesto estava falando em relação à valorização ou a própria manutenção da propriedade imobiliária em nome próprio independentemente do melhor ou pior momento de mercado de como resultado de investimento, e por outros fatores que, também, esse é um produto que se diferencia em incorporação imobiliária em outros aspectos. São produtos que tem financiamento de longo prazo, no sistema financeiro da habitação, da Caixa Econômica Federal, que ao mesmo tempo em que tem relação e mexe com a capacidade de investimento da pessoa por outro lado aumenta a segurança de que o produto vai ser efetivamente construído e chegar ao final. Então essa dinâmica, inclusive da capacidade financeira, é muito diferente, muito própria por conta de outros aspectos além da própria mentalidade de quem está comprando este produto pode ser suficientemente esclarecido com relação a estar comprando um produto de investimento, mas na cabeça dele ele está comprando um imóvel para deixar pros filhos, na localização X, com o nome dele no registro de imóveis.

JE: A característica principal, antes de passar a palavra para o Rafael, que vem marcando esse mercado há 40 anos, é que esse tipo de produto é visto pelos pequenos investidores como uma forma de pensão, é um investimento seguro, imobiliário, de pequeno valor, que gera renda mensal e que tem um mercado secundário ativo, ou seja, liquidez, para que, se for necessário, ele consiga sair.

RG: Só aproveitando o que você falou, várias tentativas foram feitas de vincular a venda do condo-hotel, à época chamado de flat, em ações ou em cotas. Juntamos 10 investidores, com a idéia de dividir os 100 imóveis em ações, mas sempre preferiram 10 imóveis para cada um porque pode dar para a filha, oferecer como garantia no banco... é muito mais fácil sair do negócio quando se deseja. A única razão para se lançar condo-hotel em "cotas" é a proibição da lei, a única razão...

RCB: Em determinados locais.

- Várias pessoas falando -

RG: Eu me lembro de uma situação que é quase piada... Nós fizemos um hotel e faltava uma área de eventos de uns 500 metros. Custaria caro porque seria área comum e os incorporadores não tinham então o que vender, ou seja, não teriam áreas privativas para vender. No final as unidades venderam pouco, os incorporadores ficaram com o investimento e, para fazer o hotel rodar, tiveram que colocar capital para fazer a área de eventos... Quase uma piada, né?

RB: A gente costuma falar cota, mas tomem cuidado porque cota lembra SPE (Sociedade de Propósito Específico) ou SCP (Sociedade em Conta de Participação). Gosto de usar a definição dada pelo Código Civil que é Parte Ideal. Fração ideal é diferente de Parte Ideal. A Fração Ideal é decorrente de uma incorporação imobiliária. Parte ideal relaciona-se a um condomínio civil. Então, sugiro sempre não falar cota, pois parece que se está vendendo a quota de uma SCP ou



de uma SPE. A parte Ideal é um produto que também tem natureza imobiliária, haverá titularidade, mas realmente é um produto bem diferente daquele resultante de uma incorporação imobiliária, que tem uma lei específica datada de 1964. A Lei 4.591 de 1964 foi feita justamente para proteger o adquirente de uma unidade autônoma, exigindo, através do memorial de incorporação, que não deixa de ser um prospecto resumido da incorporação, a publicidade de tudo aquilo que se está ofertando...

JE: Gostaria de levantar outro tema. Quando falamos de unidade autônoma parece que todo e qualquer tipo de produto hoteleiro poderia ser viabilizado. Ainda que na teoria a resposta seja sim, na prática observamos que produtos de condo hotel cujos preços ou ofertas sejam superiores a R\$ 400 e poucos mil reais não têm o mesmo apetite, a mesma performance que os condo-hotéis que são ofertados em patamares inferiores. Nossa percepção é que quando você chega num empreendimento cuja oferta supera esse nível, você passa a lidar com investidores de outro patamar que tem acesso a outros tipos de investimentos. Esses investidores consideram outras alternativas de investimento. Portanto, lembrando que nós estamos em um ambiente acadêmico, eu não desconsideraria a hipótese do desenvolvimento de condomínios civis ordinários vendendo partes ideais de empreendimentos de alto luxo. Fazer um condo-hotel com oferta de unidade de R\$ 1 milhão... qual é o tamanho do público que teria acesso a esse tipo de negócio? Mas se você transformasse esse tipo de produto acessível a outros investidores que nunca imaginaram, através de partes ideais, talvez isso fosse possível, só pra embaralhar um pouco o tema.

ATN: O condomínio civil traz outros bichos ferozes para a cena, mas nessa ótica aqui eu acho que é uma hipótese...

OY: Só não estaria na dispensa do fast track...

– Várias pessoas falando-

JE: Corrijam-me se eu estiver errado, mas parece-me que um tipo de oferta dessa não teria musculatura suficiente para conseguir enfrentar os custos de um registro que são exigidos num caso de...

ATN: ...não sei se todo mundo sabe, mas o Hilton São Paulo, lá no centro de São Paulo, foi feito assim há mais de quatro décadas atrás, com 56 mil partes ideais, que eles chamavam de cotas.

- Várias pessoas falando –

JE: Pelo Consórcio Scuracchio... o Shopping Iguatemi também foi feito assim.

PA: Alguns shopping centers em São Paulo também foram estruturados assim.

ATN: O Hilton tinha dinheiro para distribuir para os proprietários e nem sabia onde estavam os proprietários...

– Várias pessoas falando –

JE: A concepção foi de 1969.

ATN: Sim e sobraram 12 mil pessoas quando o Hilton saiu. Você não acha as pessoas. O condomínio civil é um pouco difícil. Tem que tomar algum cuidado. Hoje, lógico, muito mais fácil você manter informação, do ponto de vista formal. É bastante interessante para aderir aqui à questão da regulamentação.

RN: Parte ideal é sobre uma matrícula só?

OY: Uma matrícula só, só que você traz outras questões civis que são bem delicadas, como questões de sucessão. É um fundo imobiliário jaboticaba né...

JE: Mas sem o custo do fundo imobiliário...

OY: É difícil dizer isso, José Ernesto, difícil dizer que não tem o custo porque a dificuldade operacional é seria.

RN: Mas se for uma matrícula parte ideal, o cartório não vai registrar.

OY: Ele tem que registrar, ele não tem opção. Isso é lei, código civil.

PA: Há restrições que algumas corregedorias colocam de no máximo 10 etc... para construir...

PF: Tem quem questione. Recebemos alegação de que isso era crime por lesar a lei de incorporação imobiliária.

RCB: Não tem como caracterizar uma incorporação de imóvel único, então em tese a prática pode incorrer em crime... É porque é diferente você vender parte ideal de uma unidade autônoma, mas é discutível. Não estou concluindo que é, mas...

PF: A CVM não aceitou essa alegação, tanto que aprovou os empreendimentos usando as partes ideais.

PA (?): Acho que não cabe a vocês. O foco de você é mercado de capitais. Estamos entrando na lei de incorporação imobiliária. E aí cabe ao ministério público, cabe a (...).

PF: Não há incorporação imobiliária, certo?

JE: Só para não esquecer de falar o nome...

PF: Acho que poderia caber à CVM. São contratos. Se esse contrato tiver um objeto ilícito, deixa de ser contrato e não poderia ser aceito. Imagino que a análise e o exame que a procuradoria jurídica da CVM fez envolveu isso também, porque é da tradição deles não se ater a regulação do mercado de capitais e também verificar esses aspectos, inclusive quando isso foi trazido para nós eu respondi imediatamente para a pessoa nesse sentido, de que não era a área técnica que estava dizendo, nem o presidente. O Colegiado da CVM e o jurídico da CVM aceitaram. Eu queria falar um pouco sobre essa questão do “accredited investor” e das possibilidades. Como já tive a oportunidade de conversar longamente com você, Paulo, sobre isso, e também com o Otavio sobre uma forma que vimos que ainda não foi testada na CVM, mas que talvez pudesse ser um caminho e talvez pudesse ser o caminho do registro. Porque o registro é bastante oneroso. Foi colocado em um plano secundário, não só aqui no Brasil, mas também no nosso mercado de inspiração que é o mercado americano. Você pode observar

que a SEC também via a possibilidade de registro como um entrave. O nosso “accredited investor” é muito mais suave do que o da SEC. A SEC exige que o investidor do condo-hotel tenha US\$ 1 milhão de patrimônio, US\$ 200 mil de renda... Vislumbramos um caminho e me recordo da primeira vez que o Otávio colocou pra mim que precisávamos ver a Deliberação 734 como um “fast track”. Tentando solucionar o problema das unidades eu disse para ele que entendia que um pedido fora da Deliberação 734 tenderia a ser rejeitado porque não havia como justificar a aceitação de um empreendimento que não segue a norma. Como justificar para os outros que tiveram que seguir a norma? Se for aceito imediatamente tem que se tornar norma geral porque ai conversando mais longamente com o Paulo num outro caso, vislumbramos um dispositivo que tem na...

PA.: Manter a interpretação distinta.

PF: Sim. Você tem a tua e eu mudei um pouco a minha. Conversei depois com algumas pessoas na CVM. Não admitia que pudesse haver pedido fora da 734 porque seria uma forma de reconhecer que a deliberação não estava boa. Mas a resposta está na Instrução 400. Costumamos brincar na área técnica que a 400 é aquela mulher difícil, que você primeiro olha, tem até um pouco de medo porque ela é muito exuberante e você não quer chegar perto, mas você vai conhecendo melhor e vai percebendo que ela te traz soluções que você nem imaginava. Essa questão, no artigo quarto ela fala principalmente que a dispensa na oferta pode ser concedida quando tem como destinatário um público com uma determinada particularidade, ou está na sua localidade geográfica... Estávamos discutindo esses temas na área técnica e achávamos que iríamos testar isso rapidamente, mas surgiu a possibilidade de levar a Deliberação para o Colegiado e não titubeamos. Pensamos em passar a Deliberação porque precisávamos muito dessa norma. O Colegiado optou do jeito que está lá na Deliberação porque até a Deliberação a CVM não tinha recebido nenhum pedido de autorização que tivesse tido uma unidade de valor inferior a R\$ 300.000,00, então eles utilizaram esse valor, inclusive porque era o valor mínimo, à época, para o Investidor qualificado. Era um parâmetro existente. Então qual é a proposta que eu faria como pensador, em um ambiente acadêmico? Acho que a solução poderia vir de um pedido de dispensa com base no artigo quarto, mas trazendo para o conforto do julgador aquilo que estávamos conversando sobre a diferença... a diferença da localidade geográfica. A regra fala em público, em localidade geográfica do público, mas você pode, eu acho que é possível, sempre e principalmente quando você coloca para julgar pela autoridade que exarou essa norma, há uma autorização tácita para esticar ou encurtar o alcance da norma. Essa norma é autorização legal, no caso da localidade geográfica. Explicando de uma forma concreta, com dados estatísticos e de mercado consistentes, com ênfase e apontando o quanto, por exemplo, o preço do terreno influencia no preço da unidade... Seria inconveniente uma norma que não reconhece as diferenças significativas que podem haver no preço do principal insumo. Sabe um terreno na zona sul do Rio de Janeiro? E um terreno em Palmas (TO)? Nos arredores de Palmas no Tocantins? Não precisa nem ir longe. No interior de São Paulo... um caso concreto de uma unidade de valor menor, que trouxesse esse diferencial, com base no inciso sexto, do artigo quarto... o preço do terreno.

RCB: Paulo, acho essa pauta importante e tem a ver com questões que vários de nós aqui estamos preocupados. Então, quer dizer que no seu entendimento uma oferta de valor inferior

a R\$ 300 mil, com base no artigo quarto, inciso sexto, no caso ela seria levada para a análise de dispensa de registro, porém passando pelo colegiado sem que se estabeleça um conflito com a deliberação 734? É uma visão que eu concordo.

PF: Só aproveitar para concluir. Acredito também que uma decisão dessas passando pelo Colegiado imediatamente teria um adendo à Deliberação 734. Se não formalmente, mas no instante seguinte acho que já está aberto o espaço para você passar outras ofertas semelhantes.

- várias pessoas falando -

RCB: Independentemente do conselho que venha a prevalecer. Nesse sentido, quando você diz localidade geográfica, ela é a localidade geográfica não vinculada necessariamente a uma cidade, por exemplo, há um caso de um cliente nosso que está localizado no centro de São Paulo e o preço deverá ser em torno de R\$ 280.000,00 e tem umas características diversas inclusive geográficas aí mesmo sendo na praça de São Paulo. Não se trata onde se tem os produtos mais caros, assim como no Rio de Janeiro, naquelas circunstâncias do tamanho do empreendimento, preço do terreno, etc. Então eu posso considerar geográficas também aquela micro região geográfica...

PF: Acredito que sim.

JE: Posso dar um pitaco Rafael?

OY: Eu posso lançar um empreendimento em Itapevi, que tem um valor de R\$ 120.000,00 e alguém que mora em São Paulo pode também comprar porque o destinatário é brasileiro...

PF: Mas é o que eu disse, quando eu tratei disso (...) acho que tínhamos que ir naquela linha... o Colegiado pode dar autorizações. Acredito que a princípio o Colegiado pode flexibilizar, alongar e encurtar o alcance de determinadas normas, então sob inspiração dessa questão da localidade geográfica, mas não se ater a localidade geográfica do público, mas a localidade geográfica do empreendimento, mesmo que eu ache que a grande justificativa é o preço do insumo principal, que é o terreno. Então, não seria também, Bicalho, obviamente não é questão de cidade, se você tem um terreno em São Paulo, dependendo da área, uma coisa é Faria Lima, outra coisa é interior, e você chega em um valor, você consegue justificar por aí.

RG: Como sugestão talvez para juntarmos preço com região, hoje algumas vezes tem duas ou três pessoas comprando uma unidade condo-hoteleira. Talvez limitar ao menos uma unidade e ele se credencia se ele puder comprar ao menos uma unidade do empreendimento, então aí você já mistura o credenciamento, o poder comprar um imóvel com a região e com valor de mercado.

PF: Eu tenho uma pergunta.

RG: Eu retiro o que eu disse.

PF: Eu tenho um entendimento diferente do entendimento da CVM. Inclusive a área técnica, quando propôs a norma, quando propôs o caminho no primeiro pedido de dispensa de oferta, nós não falamos em nenhum momento em limitar com valores. Isso foi uma ideia do

Colegiado. Chegamos a propor ao Colegiado dispensa disso, porque o ofertante estava oferecendo uma demonstração financeira, está oferecendo informações na forma da 400, e estava se responsabilizando pelo corretor. O Colegiado é que acrescentou esse ponto. Continuo achando, com todo respeito às pessoas super qualificadas que estão no Colegiado, e estamos aqui diante de um deles, isso é realidade, não é jogar confete, é só ver mesmo a qualidade do trabalho e dos currículos das pessoas, mas nos permitimos discordar. Acho que não é bom, eu assino embaixo o que o Otavio disse, essa qualificação pelo preço é ruim, mas está aí...

JE: Para encerrarmos esse bloco, deixem-me lançar uma pergunta. Imaginem que todos vocês tivessem a capacidade, competência e oportunidade de redigir a Instrução Normativa que viesse a reger o condo-hotel de forma permanente e com espírito de dispensa automática. Ou seja, temos aqui todas as pré-condições para que fazer a oferta com uma dispensa automática. Vocês prefeririam a existência de um investidor credenciado, ter definição do que seria esse investidor credenciado, ou especificamente falando dos condo-hotéis com unidades autônomas e se o fato dessas unidades autônomas já seria o suficiente para ele ser um investidor credenciado, falar de forma bastante rápida para tentarmos encerrar essa pauta.

RCB: Muito rápido... Eu acho que o fato de ser uma unidade autônoma... o pai que tem três filhos e adquire três unidades, um em nome de cada filho, sem que eles tenham capacidade de renda... vai ter propriedade em cada assinatura.

OY: O meu pensamento tem sido nessa linha também e me parece que a solução é mais adequada. Temos apenas aquela questão em relação ao modelo das cotas, em que, desculpem-me pela terminologia usada, o buraco é mais embaixo. Quando falamos de unidade autônoma, tentamos defender a definição da abolição de investidor credenciado, pra trazer outro problema para esse modelo (...).

JE: A abolição ou a definição de que ele seria credenciado pelo fato de ter um (...).

OY: Não, nos casos de unidade patrimoniais, a abolição. Para que não se use mais esse conceito de investidor credenciado. Outra dificuldade que eu vejo nisso é o fato de que a CVM recentemente revisou esses conceitos todos e passou a ser R\$ 1 milhão e isso torna as coisas mais complexas. Ah! Eu poderia fazer só para essa norma? Poderia, mas a CVM revisou justamente para tentar criar um conceito único que se aplicasse para tudo, para não ficar criando conceitos fragmentares, essa é a nossa posição.

???: Eu concordo também, eu acho que a solução mais rápida e mais objetiva, é dar um tratamento específico pra os projetos com unidades autônomas.

RB: Não tenho nenhum preconceito com relação à fração. Acho que é um produto que existe e não é proibido por lei. Então, não tenho nenhum preconceito especial com relação a isso. Concordo com a regulação quando ela dá um tratamento diferenciado, mas acho que, no âmbito da prática comercial, não dá para simplesmente fechar os olhos para a realidade.

???: Acho que precisa só de um esclarecimento, Paulo. Você acha que a fração deve continuar sendo utilizada a parte ideal, mas tem que ter um tratamento, ter os condicionantes de investidor qualificado?

PF: Eu não acho que deve continuar. Acho que se é usado, quem sou eu pra dizer o que deve ou não deve, se é um objeto lícito e não existe nenhuma proibição e se o mercado optou e se há gente oferecendo e há gente comprando, acho que o caminho é de regular. Acredito que seja uma boa idéia dar um tratamento diferenciado porque o produto unidade autônoma tem uma norma, tem a proteção da lei de incorporação imobiliária, então essa não é uma coisa que tem que ser desprezada, ao contrário, tem todo um ordenamento antigo, tradicional, com uma série de agentes pulverizados no Brasil inteiro para cuidar disso, que são os cartórios. E isso não é pouca coisa.

ATN: Tem muita liquidez, diferentemente da cota que você vai vender uma coisa que o comprador não entende o que é, enquanto que um imóvel (...).

PF: Pode ser que ele venha a entender...

ATN: No secundário.

RCB: E por isso que precisa ter um tratamento mais cauteloso para cota, para fração, para parte ideal e diferenciar isso de uma fração autônoma que já tem um...

PF: Acho que diferenciar sem matar, sabe? Porque regulação que mata... Porque a regulação que está hoje, me parece muito pesada para as frações. Acho que ficaria muito razoável ter que ter R\$ 1 milhão e meio de patrimônio ou comprar R\$ 1 milhão, mas quando colocam o investidor qualificado no meio acho que ficou pesado demais. Se eu fosse fazer eu tiraria a obrigação do investidor qualificado, até porque tem essas questões, hoje é R\$ 1 milhão, amanhã passa para R\$ 10 milhões. Esse número é determinado olhando para outro tipo de produto. Então ficou pesado demais para a fração. E sem limite para unidade, até porque você não precisa comprovar capacidade. Esses produtos unitários são comprados até com financiamento. Então você já vai ter que passar pelo crivo do crédito do banco, que é uma coisa que não foi considerada.

JE: Não, o primeiro crivo é do incorporador, se o sujeito não tiver capacidade de compra então ele não vai vender...

PF: Pois é... é uma coisa tão cristalina. Então já existe isso lá na unidade. Então acho que eu iria por aí. Eu não sei se é uma coisa que possamos fazer hoje. Seria a dispensa automática para tudo. E sim uma restrição no perfil do investidor da fração porque você tem lá uma dificuldade de liquidez que é importante e que a gente não tem como dosar.

ATN: O que podemos dosar na parte ideal também é a quantidade de partes ideais e valores, de repente ...

PA: E uma norma bem feita e passou disso (...) Não sei como funciona na SEC. A SEC oferece dispensa automática? Ou tem que pedir alguma coisa? Porque se é dispensa automática para praticamente tudo, você entra com o documento e pode vender. Não precisa ficar esperando. Em regra é isso. Então é uma coisa parecida. Você entra com os documentos, deixar de vender sendo que você pode vender unidade para qualquer pessoa, fração para um determinado tipo de pessoa e se tiver problema seria atuando fortemente. Descumprida a norma a CVM atua.

Atuando preventivamente a CVM pode atrasar o mercado. Mas uma coisa que pouca gente fala, eu acho que a CVM empresta muito da sua experiência...

??: Esse momento é muito importante não tenho a menor dúvida...

RB: Foi o que eu falei, a Deliberação é uma segurança.

PA: Talvez nesse momento inicial... Claro que sempre vai ter exageros, mas eu acho que esse momento de mercado, depois de um ou dois anos, ou três anos, acaba gerando um certo volume de negócios criando experiência que esta disponível para todo mundo ver. Acho que iria ajudar bastante.

JE: Senhores para encerrar: alguém quer fazer algum outro comentário?

OY: Eu queria só pra alinhar essa questão de o que é unidade, o que é fração...

JE: Partes ideais se não você ofende...

OY: Enfim... o que acontece? Você tem, a rigor, quatro coisas. Você tem a unidade, que é o resultado do registro de incorporação imobiliária. Ou seja, o sujeito compra a unidade, ou melhor, o que vai vir a ser uma unidade imobiliária. Você tem fração ideal de um imóvel único que não passou por um registro de incorporação e você tem fração de um imóvel também único, que seria a parte ideal do imóvel que passou por um registro de incorporação, que é um crivo do registro de imóveis, que a rigor você pode vender frações de participação de um imóvel de lá a fração de um terreno e depois essa fração vai ser agregada de uma fração da construção. Isso não obriga registro imobiliário prévio e você tem a venda de cotas via SCP, via cota de uma sociedade. Aí tem "N" alternativas. Do ponto de vista de regulação acho que temos, quando se trata de unidade, que ter a mão mais leve do mundo. A CVM tem que tomar mínimas cautelas porque já tem um ambiente super-regulado. Já os outros três desenhos, é onde...

JE: Quando você fala mínimas cautelas, veja se nós estamos todo mundo aqui na mesma página, é ofertar a informação com qualidade para os investidores de forma que eles tenham capacidade de julgar o investimento e decidir se o fazem ou não.

OY: Na linha que o Paulo aqui falou. Protocola a documentação, e pode vender... Sujeito à responsabilidade pela consequência, entenda o pressuposto: protocola e segue.

PF: Tem que reconhecer, digamos assim, o estágio de maturidade do oferecimento de informações. Já vimos que se você oferecer uma unidade hoteleira em Copacabana ou em Ipanema, ou seja, vender um apartamento, em Copacabana e em Ipanema, para morar, alugar por temporada, dar para sua vó... é um produto que é menos que isso. No Condo-Hotel você só tem uma destinação: alugar para uma empresa de hotel. Isso é uma unidade. Já vimos no ano passado que o preço da unidade, com o preço do apartamento, e não é o m<sup>2</sup> do apartamento em Copacabana, tem que ser muito mais caro que a unidade, porque a unidade você só pode alugar para hotel, então é um raciocínio muito simples...

??: Não necessariamente, o Fasano por exemplo, é muito mais caro do que um apartamento...

- Várias pessoas falando-

JE: A tendência é ser mais caro, porque você tem um fluxo de caixa no negócio, não apenas a posse.

- Várias pessoas falando-

PF: Para mim deveria ser mais barato porque você tem um uso restrito.

JE: Não, gera renda.

JE: Uma regra que ensinamos aqui na escola é o seguinte: quando você tem um imóvel com destinação exclusiva, cujo fluxo de caixa gera um VPL (valor) inferior ao custo de reposição do bem, significa dizer que o destino do imóvel tem que ser alterado. Se você tem um hotel, se esse hotel gera uma determinada renda que faz com que o valor do hotel seja inferior ao seu custo de reposição, isso significa dizer que o imóvel chegou em um determinado momento que não serve mais para ser hotel e deve ser considerado para outro uso.

PF: Tem uma série de fatores que têm que ser considerados. Isso do preço, estamos falando de um preço isolado. Mas do Fasano, agora, e aquele hotel lá no Recreio, que tem sete ou oito hotéis ali do lado, ele vale quanto? Ele vale mais ou menos? Só concluindo ele vale mais ou menos do que o m<sup>2</sup> da cobertura...

- Várias pessoas falando -

JE: Vou te dar um exemplo de um caso. Nós fomos vaiados, no bom sentido, pela ABIH-MG, há mais ou menos 14 anos. Nós estávamos prestando consultoria para um determinado hotel em Belo Horizonte, cujo proprietário veio a ser Vice-Presidente da República. Nossa recomendação para a COTEMINAS, dona do imóvel, do hotel, era que fechasse o hotel, e convertesse aquele imóvel para outro uso porque a capacidade de geração de caixa do hotel não lhe permitia valer mais que seu custo de reposição. O Gerente Geral do hotel era o presidente da ABIH-MG. Fomos criticados porque queríamos fechar o hotel do Vice-Presidente e isso poderia repercutir mal para os hoteleiros...

PF: Se você tem um quarto de hotel, você não pode ser residente...

JE: você precisa ir até a Prefeitura, antes fazer um projeto modificativo, aprovar o projeto com a mudança de uso. Após a aprovação você pode dar o destino aprovado.

ATN: Que é o caso do Hilton São Paulo, que eu me referi, que virou escritório...

- Várias pessoas falando -

LM: Aqui tem representantes de construtores, de incorporadores, de vários ramos e todos falando de fluxo de caixa, de empreendimentos, etc. Eu queria só trazer um ponto importante que é o fluxo de caixa do investidor porque, desse empreendimento, uma parte vai ser capturada pelo incorporador e outra pelo construtor. O que sobra para o investidor? Essa informação, e alguém disse aqui que a informação é importante, deve ficar clara. Eu acho que se pode abrir mão desses limites de investimento mínimo que foram criados, que estão fazendo correlação entre o patrimônio da pessoa e sua capacidade intelectual. Quer dizer, se a



pessoa tem uma unidade autônoma, se essa unidade habitacional não vai virar pó, eu concordo com vocês agora, que basta dar a informação para a pessoa, sem exigir comprovação de capacidade financeira. Qual vai ser o fluxo de caixa para ela? Porque contratos eu já vi, estudos de viabilidade, em que no contrato com o operador hoteleiro tinha lá o sucesso, um valor qualquer que não estava espelhado no fluxo que ia para o bolso do investidor. Na hora que você faz o fluxo do investimento, há um lucro, por exemplo, que vai ser destinado ao operador e outros além do investidor. Deveria ter um outro fluxo paralelo só do investidor, que é o seguinte: quanto que o investidor colocou, e tirado daquele fluxo do empreendimento, quanto que vai para o bolso dele. Porque no final, é o seguinte, todo mundo querendo fazer seu lucro, mas o que sobra para o investidor?. É a TIR que deve ser apresentada, exatamente, como a de vários títulos (...).

PF: É uma luta, sabemos de casos que a TIR foi projetada positivamente e depois negativamente. Há casos que, após análise da CVM, a TIR positiva passou a ser negativa, e foi para o mercado assim... Porque não faz parte do papel da CVM julgar o investimento, mas permitir que o investidor tenha acesso a informações corretas e possa tomar sua decisão de investir ou não.

ATN: E talvez também fazer um tipo de relatório que seja fácil de ler. O relatório que recebemos hoje, eu não sou especialista, mas vejo relatórios algumas vezes que é complicado de ler, se a ocupação for tanto, a diária for tanto, a TIR é tanto então ...

ATN: A TIR não pode virar tiro.

- Várias pessoas falando -

JE: (...) Vamos passar para o próximo ponto da pauta. É um tema que ainda pouco se discute, mas que nos parece que vai ser um tema de grande relevância principalmente nos tribunais. Sempre se discutiu condo-hotel, apart-hotel, flat como um negócio imobiliário puro, e os seus compradores iam, ao Judiciário e colocavam do outro lado da mesa o incorporador e dizia: eu quero isso, me prometeram isso, e tudo mais, etc. A partir do momento que existe oferta de valor mobiliário, até que ponto o código de defesa do consumidor está presente nessa relação? Essa é uma questão que eu acho muito importante. À opinião dos senhores, que são especialistas...

RCB: Eu acho que, na verdade, sem tecer teorias mais profundas, até porque não estudei a fundo a questão, e acho que temos muito pouco elemento no Brasil para buscar essa diferenciação, eu diria, para um juiz que vai julgar uma causa, não tenho a menor dúvida que ele vai considerar o código de defesa do consumidor, em todos os aspectos, inclusive os aspectos sobre informação sobre o investimento. É claro que existe a responsabilidade da construtora em relação ao vazamento do andar de cima, coisas que não tem a menor relação com a CVM, etc.

Mas quando nós entrarmos na questão das clarezas das informações, na posição dele de investidor, e não consumidor e tudo isso, acredito eu, tende a não ser considerado pelo Judiciário em relação à ação movida contra o fornecedor, enquanto não houver um conhecimento maior. Até porque, quando você diz, José Ernesto, quando esse conhecimento

precisa ser levado para pequenas cidades onde um juiz do interior julga a família, comercial, civil, etc. É na cidade de São Paulo também. Se nós pensarmos no juiz de direito da cidade de São Paulo, ele não tem o conhecimento, o aprofundamento, para cair nessa distinção. Acho que no primeiro momento nós vamos submeter à empresa ofertante uma dupla penalização, uma dupla submissão às regras correndo até risco de eventuais decisões contraditórias como, por exemplo, a CVM entender que as informações estavam claras no prospecto e o Juiz que a propaganda foi enganosa, pois induziu a outra posição.

JE: Na sequência, o Otávio, o Paulo, o Tadeu...

OY: Eu tenho impressão que é parcialmente convergente no sentido de que, em um primeiro momento, de fato não há como esperar que o juiz julgue diferente. A tendência é aplicar o código de defesa do consumidor... e que venha a discordância... E aqui eu não falo tanto em nome do FOHB, porque nós não tivemos oportunidade de discutir isso. É uma concepção pessoal minha mesmo, privilegiando aquela discussão acadêmica a qual referiu no começo. Eu acredito que a incidência de um regime de tutela pela CVM para a oferta de um determinado tipo de produto não é capaz, por si só, de afastar incidência do código de defesa do consumidor quando o código de defesa do consumidor incide. Na verdade, precisamos pensar muito mais se existe relação de consumo, se o produto que está sendo ofertado é um objeto passível de uma relação de consumo, se o investidor está atuando como consumidor em moldes muito parecidos com o que já se decidiu para produtos de sistemas financeiros, para cota de fundo de investimento, e é lógico que tem aspectos da relação que talvez não estejam sujeitos ao código de defesa do consumidor. Quando pensamos em fundo de investimento, que é um debate praticamente recente, é obvio que o resultado do conteúdo do fundo não está sujeito exatamente ao código do consumidor, coisas da relação comercial. Talvez esteja... você tem que fazer um fatiamento. Aqui eu acho que é até mais difícil de fazer isso. Para mim a existência de uma tutela pela CVM não vai afastar a caracterização como relação de consumo. Reconheço também o problema que o Rodrigo apontou da possibilidade de surgir critérios dúplices entre o Judiciário e a CVM, como estão avaliando aí. O que é realmente complicado, mas vejo até uma pequena vantagem para as defesas relacionadas aos processos relacionados ao código de defesa do consumidor, que pode decorrer da regulamentação e da atuação da CVM nesse processo. A partir do momento que tenho observância dos procedimentos, em algum tipo de validação para as regras do mercado, isso não deixa de ser um mecanismo de defesa que também pode ajudar no processo. Só resumindo a minha interpretação: a princípio, a existência de regra da CVM não afasta em nada a incidência no código de defesa do consumidor.

PF: Entendo que temos uma relação complexa. Isso é um aspecto que discutimos, nos primeiros casos que vieram, falávamos muito da questão da convergência, da lei de incorporação, do código de defesa do consumidor, e obviamente da legislação de mercado de capitais. Me parece que não existe uma sobreposição. Eu acho que as normas convivem pacificamente na maioria das situações. Em relação ao código de defesa do consumidor precisamos diferenciar também o modelo do negócio, da estrutura do projeto. Acho que no modelo em que você tem a venda de uma unidade imobiliária, há uma caracterização muito mais fácil da incidência do código de defesa do consumidor, por tudo aquilo que falamos esses dias. Eu estava com uma amiga e ela me disse que tem um quarto de hotel em frente o

Shopping Morumbi. Para ela aquilo é, embora esteja dentro de um pool e tudo mais, para ela é um bem. Ela é consumidora daquele bem. Ela auferiu renda, mas é um bem. Ela comprou na qualidade de consumidora. Acho que seria muito difícil você chegar para um juiz e falar que ela não é consumidora. Por isso o código de defesa do consumidor pode incidir nessa relação. Agora, em uma estrutura em que você vende uma parte ideal, uma fração ideal, quando você vai sofisticando as estruturas, você vai de certa maneira desmaterializando o bem que você está vendendo. Acho que aí você já começa a perder força para aplicar o código de defesa do consumidor, porque aquilo já é um investidor financeiro, não é um consumidor que está enxergando algo concreto que ele está adquirindo...

Também acho que essa discussão é importante para falar sobre a divulgação de informação, porque o código de defesa do consumidor tem como um dos pilares a divulgação de informação, assim como a legislação do mercado de capitais. É o “full disclosure”. Então, de alguma maneira, e a CVM trata disso preventivamente, vai exigir que tenha um prospecto. A própria lei de incorporação também tem esse caráter porque você faz um material de incorporação onde você vai divulgar uma série de detalhes do empreendimento que também já informam o adquirente, mas o código de defesa do consumidor é mais repressivo. Ele não é tão preventivo. O PROCON vai analisar o memorial, o prospecto resumido, ou outro documento, então tudo isso para dizer que há uma convergência grande e acho que aquela questão que estávamos discutindo sobre a divulgação da informação num estande de venda é importante também à luz do código de defesa do consumidor. Amanhã ele pode acionar o PROCON e alegar que está em desacordo. Dizer que aquilo o induziu a erro. Então talvez isso tire um pouco o peso dos ombros da CVM, o único regulador a tomar conta disso, porque também existem outros órgãos a tomar conta disso. Acho que é uma relação complexa, que tem que ser vista caso a caso, qual é a estrutura do negócio, qual é o tema, é a rentabilidade do investimento, ou é o vazamento do andar em cima. É tudo caso a caso.

ATN: Na verdade eu ia falar basicamente o que o Paulo já falou, que é isso, acaba se complementando com o ponto anterior, que é quanto mais houver uma unidade sendo vendida, mais leve é a análise da CVM, mais perto do código de defesa do consumidor essa relação, quanto mais o modelo for mais típico de um valor imobiliário bem claro, mais longe vira essa relação e aí sim vira uma relação quase que fora do âmbito do CDC.

RB: Pegando um gancho do que o Paulo falou. Tenho uma visão um pouco mais otimista. Acho que vai depender do tipo da demanda. O consumidor vai discutir o produto que ele recebeu ou o investimento? Eu fiz uma busca de jurisprudência, inclusive São Paulo está um pouco mais à frente que o Rio, e alguns juízes de São Paulo afastaram reclamações quanto ao retorno do investimento. Entenderam que o adquirente não é um consumidor capaz de alegar hipossuficiência, que pode alegar falta de conhecimento e que pode devolver sua unidade. Se a informação foi passada claramente para aquele investidor, ele não pode devolver ao incorporador o produto, desde que tenha a informação clara e precisa. Agora, se tivermos um tipo de demanda sobre unidade defeituosa e a construção está mal feita, isso sim seria uma relação de consumo. Entendo que vai depender da natureza da demanda. Se formos falar de investimento, o que a partir de agora vai passar pela CVM, as informações estão muito mais bem divulgadas. Acho que ele (“consumidor”) tem a noção do risco, tanto que estamos

falando de um investimento qualificado ou não qualificado. Eu posso circular depois essas três decisões que pesquisei...

- Várias pessoas falando -

RB: Eu fiz essa busca justamente no momento em que a operadora hoteleira passou a ser ofertante. Qual a relação delas na forma de construção e entrega da unidade? O que estamos fazendo aqui?

- Várias Pessoas falando-

(conversa sobre a decisão do juiz em aplicar ou não o código do consumidor no empreendimento em questão + Várias pessoas falando).

PA: O investidor que investe em condo-hotel ele tem ciência que o condo-hotel é um investimento de risco perto de um residencial.

(...)

JE: Tenho conhecimento de um caso aqui no Rio de Janeiro que começou em Búzios e chegou no TJ-RJ. A alegação dos investidores proprietários era de que era uma relação consumo e inicialmente eles entraram com ação contra a incorporadora e contra a operadora hoteleira. No meio do processo eles abriram mão da operadora hoteleira retirando-a do polo passivo. O juiz em primeiro grau classificou com uma relação de consumo e aplicou o código de defesa do consumidor. A incorporadora apelou ao tribunal, dizendo que era uma relação de investimento e pediu para trazer a operadora de volta ao processo e o TJ disse que era uma relação de consumo e que a operadora hoteleira havia sido excluída do processo e não tinham mais do que reclamar dela. Essa decisão tem menos de um mês.

PF: Eu vou falar aqui para registrar o que entendo estar em linha com o que o Rafael, o Otavio e o Paulo Mendonça disseram. Eu diria basicamente a mesma coisa. Apenas vou acrescentar uma coisa que eles não disseram. Pegar seu gancho da hipossuficiência. A hipossuficiência acaba entrando em choque com a qualificação do investidor, de alguma forma. A questão do não afastamento do ordenamento do consumidor, das incorporações e do mercado de capitais foi utilizada pela área técnica para propor a dispensa e acho que propôs a dispensa para dizer assim que vale uma regulação mais branda, mais afastada da CVM, porque existe a incidência do código do consumidor. No caso existe a incidência da lei de incorporações. Então existem julgados na CVM que de alguma forma já tocam nesse ponto. Eu acrescentaria a questão do bem jurídico tutelado. Quer dizer, enquanto o código do consumidor tutela a relação de consumo, a lei de incorporação tutela o processo de incorporação, a CVM vem tutelar a oferta desse produto para o mercado, as informações que vão ser passadas, o que me soa mais claro é a contribuição que a CVM pode dar para esse processo. Acho que tende a ser uma oferta que, passada pelo crivo da CVM, tende a ter menos problemas, ou ser menos insegura com relação a ao risco judicial com base no código de defesa do consumidor, porque a CVM faz essa crítica do material publicitário e costumamos até comentar, que se determinado empreendimento tivesse passado pela CVM talvez não teria sido objeto de reclamação dos investidores, porque iríamos criticar o material publicitário e não deixaríamos dizer o que se disse.

JE: Para encerrar esse tema alguém tem algum comentário adicional?

PA: Eu também concordo que são esferas diferentes que não se misturam e acho que esse é um posicionamento consensual e com certeza a exclusão de fatores de risco em uma defesa e uma que trate ainda no âmbito judicial, que trate do aspectos de código de defesa do consumidor e que já esteja prevista no fator de risco, ela de fato traz um benefício. Alias é um dos principais argumentos que utilizamos com os cliente dizendo que o fator de risco tem que ficar ele vai te ajudar em várias frentes. Não vai te ajudar só perante a CVM, mas em qualquer tipo de litígio. A única ponderação que pode haver em relação a casos futuros, que já vemos em disputas judiciais, tem como fundamento eventuais infrações ao código de defesa do consumidor. Se pegarmos, por exemplo, uma matéria que tenha como base uma publicidade enganosa, que também poderia ser uma publicidade enganosa, ou que poderia ser um resultado sem as devidas ressalvas, ou que não tem as ressalvas devidamente elaboradas, pode ter repercussão nas duas esferas, tanto na CVM quanto na eventual esfera judicial. Acho que cautela tem que ter tanto de lado a lado seja no aspecto judicial, seja no eventual atuação da CVM. É também a ver a consciência de que o objetivo principal de ambas as ordens, caso haja comprovação de um dano ou uma irregularidade, é a satisfação ou a separação de dano ao investidor que é o mesmo, o investidor é o consumidor. Ou seja, não podemos correr o risco de haver uma duplicidade de sanções com o mesmo fato. Então isso pode se manifestar tanto num acordo que pode ser celebrado judicialmente que tem repercussões também na esfera do mercado de capitais. Também naquilo que diz respeito à satisfação do dano. A correção do dano ao investidor, como vice e versa, é prova de que as esfera andam juntas, apesar de distintas, e pode levar uma solução comum num caso de litígio que pode levar mais de uma esfera seja com fundamento código de defesa do consumidor, seja em fundamento da lei de incorporação, seja na própria regulamentação do mercado de capitais.

JE: Muito bem. Vamos passar para o último tema da pauta. Um tema que também pode surgir e é relevante: a lei 10.303 acabou trazendo o conceito do valor mobiliário genérico, em 2001. Então, a partir desse momento, todo e qualquer empreendimento que se encaixasse no conceito de valor mobiliário genérico assim o seria. O fato de não ter registro, de não ter dispensa de registro, por um lado fez com que existisse uma oferta irregular. Ofertar valor mobiliário sem autorização é crime contra o sistema financeiro nacional. Mas a prescrição, passado cinco anos, elimina o crime, porém não descaracteriza a sua natureza como valor mobiliário, e ai vem uma pergunta...

PF: Só um adendo, eu tenho dúvida se não descaracteriza, mas (...).

JE: Estou fazendo uma introdução para jogar a pergunta...

PF: É que isso é muito polêmico.

JE: Então aí vem à pergunta: se, por acaso, é valor mobiliário, não estaria sujeito a comportamento de transparência de informações, de publicação de balanço, de auditorias por auditores credenciados pela CVM? Qual é a opinião de vocês a esse respeito? Essa é a pergunta colocada em cima da mesa e aproveitando que estamos falando aqui de questões temporais, lembrando que o brasileiro tem aquela máxima de lei que pega, lei que não pega, o alerta foi publicado em dezembro de 2013, até que ponto os lançamentos anteriores às

ofertas anteriores a dezembro de 2013 estariam 100% afeitas a essa fiscalização? Fazendo aqui apenas um pequeno paralelo com o que o povo diz que há lei que pega e há lei que não pega; se o povo diz que não pega, não seria a legitimidade da própria norma que não é reconhecida pela própria sociedade? Até que ponto ela deveria ser exigida? São dois temas que eu acho que são relevantes.

PF: Eu queria pedir para começar até para não correr o risco de esquecer depois. Estou realmente mais interessado em ouvir o que vocês têm pra dizer do que propriamente falar. No entanto, na linha da contribuição, acho que não precisamos nem chegar à história do reconhecimento. Temos uma decisão do Colegiado da CVM, acho que de 2005, que diz que quando a CVM durante anos nada fez em relação a um “valor mobiliário”, e então, em um belo dia, resolve fazer, e estou dando uma interpretação evidentemente mais grosseira pois estou puxando pela memória, essa nova interpretação incidiria apenas para o próximo caso.

Isto envolve o princípio da segurança jurídica, e tem uma decisão que desenha muito bem esse aspecto e que me parece poderia servir aqui. Para mim é uma novidade. Recentemente fui lembrado desse voto do Marcelo Trindade. Acho que ele poderia de alguma forma iluminar isso. E a lei 9.784 também fala em relação a isso, no começo, da questão da segurança jurídica. A questão prática seria realmente verificar qual é o momento que a CVM passou a aplicar essa interpretação. Qual é o momento em que a CVM manifestou sua posição. Foi no momento do Alerta? Ou no momento que a CVM intima a pessoa? Acredito, salvo melhor juízo, que no momento do Alerta ela deu uma “intimação” geral, e parece que a questão seria mesmo objetiva, quando a oferta encerrou. Acho que não seria o caso de quando a oferta se iniciou. Isso tudo para dizer que, teoricamente, talvez seja possível.

É o Paulo falando, o aprendiz aqui, não a CVM. Verificar realmente se esse Alerta acabou fazendo esse marco e a norma passaria a valer a partir dele para a frente. Agora, acho que se conseguirmos trazer aqui pra frente, seria bom pra todo mundo. Não os cinco anos da prescrição, mas a data do Alerta. Teríamos uma boa solução para resolver esses casos passados. Até porque a definição genérica de valor mobiliário exige a oferta pública. Será que é uma oferta pública o que se passou lá atrás? Esse bem, esse valor mobiliário, é uma questão que mereceria um aprofundamento com relação a essa questão da auditoria e ter que publicar balanços. Há casos concretos, de ofertas que foram realizadas sem a dispensa, sem a autorização da CVM e que ofereceram um acordo no seguinte sentido: foi feita a oferta realmente sem autorização e dissemos para ele que um caminho era a gente buscar a finalidade da norma que foi infringida, qual seria, ? municiar o investidor com informações suficientes para ele tomar uma boa decisão de investimento.

RN: Isso para o caso do pós 2013, certo Paulo?

PF: Poderia ser anterior, porque esse marco, o pós 2013, não teve nenhum caso concreto ainda...

RB: Alguém lançou um empreendimento antes de dezembro de 2013 ai procurou a CVM e disse que estava com unidades para vender e precisou então se enquadrar...

- Várias pessoas falando -

PF: Poderia ser unidades a vender ou poderia não ser, porque o que resolve o problema de unidades a vender é o pedido de dispensa. Penso assim, meu problema é: vendi unidades, sem autorização da CVM, o que faço? É um crime? Você vai mandar para o ministério público me processar? Você vai me processar aqui? O que vamos fazer? Mandamos um ofício e perguntamos: o que você pretende fazer para regularizar? Buscamos a finalidade da norma, de que maneira? Oferecendo para os investidores informações? E aí, em linha com o que você disse aqui, oferecendo assim: nós vamos fazer as demonstrações financeiras de acordo com as normas da Lei 6.404 e vamos contratar um auditor independente, e perguntam para ele, ou seja, dão a chance de ele tomar uma nova decisão de investimento e trazer de novo a decisão de investimento que ele tomou lá atrás em tese sem as informações, perguntando pra ele: vamos fazer isso aqui, esse produto está dando resultado, você quer continuar? Se quiser continuar, ótimo! Se não quiser, o investidor tem cinco dias para se manifestar e sair do empreendimento sem ônus.

JE: E se o investidor recebeu as informações que a ...

PF: Queria citar a experiência que existe aqui. Bom, isso deu certo para alguns casos. Há casos em que o empresário diz que não tem condição, com essa crise, com essa retração forte que a economia brasileira está vivendo, de fazer um chamado desse, com a Selic alta e com as pessoas demandando liquidez. Pode-se até inviabilizar o empreendimento de investidores que entraram e que querem continuar. Então, talvez, essa seja uma solução que não seja aplicável para todos os casos, por isso acho que podemos pensar melhor nessa primeira hipótese. A hipótese de trazer o marco do Alerta. O desafio passa a ser menos doutrinário e mais normativo. É mais objetivo, para identificar quando efetivamente a oferta foi realizada.

OY: José Ernesto, você escolheu a dedo os assuntos, né? Gostaria de fazer um corte entre os dois e falar um pouquinho do A primeiro e depois do B e do C, junto os dois porque acho que são até de uma natureza diferente. A minha leitura sobre o A é muito coerente a do Paulo. Estou de acordo com ele. Queria fazer só uma observação no começo. Na verdade, com a lei 12.016, inventou-se o conceito de contrato de investimento coletivo, que já vinha da Medida Provisória de 98 para tratar, para abranger os novos valores imobiliários, abrindo-se uma porta do inferno em algum sentido, porque a metodologia clássica sempre foi uma lista fechada. Sempre foi números clausos e não existia esse problema que se criou a partir de então. Depois, a partir do momento em que se cria um conceito que permite interpretação, como diz o contrato de investimento coletivo não vale pelo conceito deliberativo porque expressa um sentido mais ou menos aberto sobre o economista financeiro. A partir do momento em que se cria esse conceito, passa-se a fazer essa interpretação e surge esse dilema de que o dia em que a CVM reconhece que determinado produto era valor mobiliário, ela estaria legislando. Ela não está legislando. Ela está reconhecendo aquele produto que já existe e que tem as características de valor mobiliário. Então, o problema não é nem de não retroagir. A lei não pode retroagir, não tem lei sobre retroagir. Então, em princípio, esses produtos já estão lá e é uma questão de bom senso não estabelecer que aqueles produtos negociados de boa fé, sem infringir a lei do mercado de capitais, estavam infringindo a lei desde antes da regra dos valores mobiliários. A partir de agora, só para interpretar, juridicamente é até um pouco feio isso, porque em princípio a tese já é, mas não tem muito remédio. A CVM fez isso com condo-

hotéis, fez isso com o CCB, fez isso com uma indústria agropecuária que eu não me lembro de qual era. É uma questão de bom senso. Não se pode simplesmente “retroagir”.

LW: É uma modulação necessária, simplesmente por se tratar de algo razoável.

PF: Esse ponto vinha pra nós e perguntavam: “puxa, mas tinha que ser a partir do alerta!”. Para mim não tem consistência jurídica, eu não consigo aplicar isso que você está me dizendo, até que um belo dia alguém veio e lembrou do voto do Marcelo Trindade.

OY: É que juridicamente fica feio mesmo. Tem que modular por uma questão de bom senso. Parece-me que a interpretação do Paulo é bastante correta e que vem de empreendimentos anteriores. Não é absolutamente razoável reconhecer a incidência das regras de mercado de capitais só porque já estavam lá.

PF: Otávio, desculpe-me. Apenas para deixar claro, isso é um pensamento meu. Eu estou dividindo com vocês. Não vai vincular a CVM e não há nenhum caso concreto de que isso tenha sido aplicado até agora. Pessoalmente espero que isso venha logo.

OY: agora os dois outros pontos, o B e o C: a necessidade desses empreendimentos anteriores publicarem balanço, terem a contabilidade de acordo com a Lei das S/A, terem resultados auditados por auditores da CVM... Aqui é um exercício. Isso não é uma posição do FOHB. É um exercício que tenho tentado fazer também porque nós vamos tentar tomar uma decisão a respeito disso e também acho que nós estamos mesmo nesse campo de construção. Minha impressão é que eles não deveriam publicar balanço, que as contabilidades adequadas através das sociedades anônimas não deveriam ter seus resultados auditados por auditores registrados na CVM. Por que? O produto nasce com muita cara de valor mobiliário pela natureza do processo de oferta financeira. Torna aquilo um processo de investimento, mas quando começo a viver cotidianamente no negócio eu começo a ser o verdadeiro dono de uma unidade imobiliária. Começo a participar das assembleias do condomínio, discutir uma série de temas. Deixo de ter aquela natureza de investidor. Acho que temos uma nuance nesse produto que faz com que no começo ele esteja absolutamente equiparado a um investidor e por isso se justifique a pressão que a lei dá e que a CVM dá. Mas quando a vida começa a caminhar vou me distanciando disso e viro dono da minha propriedade, de uma unidade imobiliária, como tantos outros donos são. Lógico, isso é um processo gradual, chega uma hora em que todo mundo é dono do empreendimento imobiliário, e pronto, e vai se esvaziando esse conteúdo de investimento. Nesse sentido, uma coisa que nós já discutimos muito preliminarmente no FOHB e que nós estamos discutindo posteriormente é pedir para a CVM que se crie uma dispensa, e eu acho que eu cheguei a comentar isso com o Paulo à título também de exercício, que se crie uma dispensa de publicação de balanços... A partir de dois ou três anos do lançamento do encerramento da oferta. Por que motivo? Porque nós entendemos que a contabilidade é importante quando o cara tem aquela cara de investidor; quando ele já virou um dono comum, quando as coisas já estiverem em condições normais de temperatura e pressão talvez não se justifique mais. Trago tudo isso mais como provocações mesmo, como impressões muito pessoais, mas realmente acredito que para casos já encerrados e para casos que não podia falar de valor mobiliário talvez seja um pouco demais exigir essas coisas que são tão típicas nessas ofertas mobiliárias.



JE: Aproveitando o seu raciocínio, Otávio, eu vejo uma distinção de dois produtos distintos, você tem, vou pegar o mercado de Brasília especificamente, porque a legislação municipal adotou um conceito da EMBRATUR lá de trás quando a EMBRATUR ainda era autoridade de turismo brasileiro. A EMBRATUR utilizou um tipo de meio de hospedagem chamado “hotel residência”, então lá em Brasília você tem o setor da padaria, o setor de farmácias e setor dos hotéis...

E o hotel residência pode ser desenvolvido no setor hoteleiro. O que é o hotel residência? É o nosso antigo Apart-Hotel. Propriedade imobiliária que você compra, você é o dono, você tem o serviço de hotel e você mora lá. Esse é um tipo de produto. Outro tipo de produto é o condo-hotel. Ele é um hotel, é um negócio. Hoje e amanhã. Ainda que você tenha uma unidade imobiliária você não tem a posse. A posse é detida por uma sociedade a qual você se integra. Se é 1, 2, 3, 4, 5, 6 anos após o encerramento da oferta continua sendo uma sociedade. A mim me parece, falando de forma pessoal, que num primeiro caso, ai sim, você participou de uma oferta que você estava em um conjunto de locação. De repente você saiu dele passou a ser o usuário efetivo até começou a alugar por conta própria para terceiros e tudo mais. Você saiu da sociedade. Mas em outro caso, você está vinculado à sociedade eternamente. Parece-me que nesse segundo caso faria sentido, permanece a mesma estrutura.

RG: Mas nesse caso igualmente ao flat a cogestão do prédio existe, existe um representante do condomínio, tem um controle das ações do condomínio, existe um conselho do povo, eles interferem, eles dão palpite, não existe a gestão independente da administradora ignorando as vontades da massa condominial, isso não existe.

JE: Depende do sistema de governança, vamos lembrar, sem citar nomes de empresas, mas tem empresas, por exemplo, que adotam o contrato de arrendamento, ela arrenda o empreendimento inteiro, paga um aluguel que é um percentual do resultado, mas ela está na posse do imóvel, o negócio gira em torno dela, e ela paga um percentual no negócio. Ainda que exista um conselho de proprietários, ainda que exista um asset manager, ela ainda tem um negócio 100% hoteleiro e é a companhia hoteleira que está gerindo aquele negócio. Não há cogestão, que talvez seja a palavra que você esteja buscando, vamos assim dizer.

RG: Eu falei em cogestão, eu usei essa palavra, só existe cogestão em unidades que não são arrendadas os investidores mandam mais do que a administradora, isso é um problema.

JE: Isso vai depender do sistema de governança.

OY: Respondendo só a sua provocação, na verdade acho que temos muito a pensar nos tipos de soluções conforme um modelo efetivamente utilizado. Realmente acho que, com o passar do tempo, a situação vai se distanciando da situação de um investidor pura e simplesmente, porque pode chegar a uma altura do campeonato que publicação de balanço, auditoria já não cumpram função nenhuma. Eu acho que é razoável trabalhar com essa perspectiva, mas realmente, é importante analisar cada modelo e pode ser também que eu esteja errado. Tenho trazido também só um exercício, então é uma provocação a mais e uma impressão preliminar.

LM: Eu acho que, como o José Ernesto falou, a pessoa que investe num condo-hotel está vinculada durante 10 anos, durante o prazo de contrato e durante todo esse período acredito que ela teria que ter a informação ou até vamos dizer o seguinte, que o balanço seria como espécie de transparência. Ele avalia evitando e prevenindo deslizes. Olhar por esse aspecto.

- Várias pessoas falando -

LM: Qual seria a razão de parar? Redução de custos?

OY: Eu acho a preocupação legítima e, de novo, compreendo a preocupação e compreendo a medida. Mas fico pensando, regulação não é sempre custo. Naturalmente então temos que fazer um balanço do papel que está cumprindo naquele momento. A partir do momento que eu estou ali com outros 50 investidores em um investimento que não tem exatamente um mercado secundário, que não tem um trading, que não tem novas ofertas públicas e que eu participo da gestão - e aí o modelo de governança também pode ser um diferenciador importante -, tem razoabilidade em todos os casos continuar exigindo todas as informações financeiras?

JE: Eu trouxe como uma provocação mesmo, eu acho que essa é uma lição de casa que nós vamos levar.

- Várias pessoas falando -

RG: Como provocação, todos os meses eles recebem balanço, explicação. Todos os anos eles recebem balanço e normalmente são auditados. Isso já existe. Agora, o que não se pode e eu não vejo como, criar uma nova obrigação de balanços que já existe. Quem vai pagar? Quem vai pagar é a massa condominial... ele vai ter que fazer duas contabilidades.

OY: Eu assumo um compromisso pelo FOHB de fazer um exercício em cima disso que gera uma coisa que estava na nossa agenda, de grupo de trabalho. Nós já vamos fazer um exercício em cima disso, trazer umas possibilidades para discussão. Acho que as preocupações dos dois lados são muito legítimas e é o típico dilema de quando você está lidando com reclamação com um pouco mais de peso, com um pouco menos de peso.

LW: Então nessa discussão há o interesse evidente que é o do próprio investidor. É o próprio investidor que teria interesse na manutenção ou não. Então uma das possibilidades seria caso os próprios investidores decidirem não incorrer nesse custo. Eles podem abrir mão disso, já que, em última análise, são os destinatários dessa proteção.

RG: Mostra que nós deferimos em um documento em algumas redes começaram a sugerir isso. Inclusive com um prazo de três anos (...)

OY: Três anos para não validar aquele caráter de investimento, para não ficar uma coisa mais "eu estou lá dentro" e aí eles podem dispensar, é uma solução que pode ser interessante.

??: Bom mas aí é unânime? Teria que ser?

- Várias pessoas falando -

LW: A norma que poderia simplesmente determinar que, se maioria dos condôminos, reunidos em assembleia devidamente convocada, dispensar, está resolvido.

PF: Olha Luis, lembro que isso foi colocado em algum momento numa discussão na própria reunião de Colegiado e quando nós dissemos que entendíamos que era importante o compromisso do ofertante no momento da oferta de disponibilizar essas contas auditadas e encerrada a oferta nada impedia que a reunião de condôminos deixasse de ser um evento público e passasse a ser uma relação privada entre os condôminos e os incorporadores e as suas operadoras, se eles optassem ali por abolir isso seria um problema deles. Quando nós dissemos isso, isso gerou imediatamente um adendo na decisão do Colegiado dizendo que essa demonstração financeira deveria ser feita dessa forma ao longo de toda a vida o empreendimento. Ou seja, o Colegiado entendeu que não é isso e porque eu acho que o Colegiado não entendeu, pensando nesses dois pontos: primeiro levantando o caso do mercado secundário que o Otavio levantou. Se de um lado não vislumbramos mercado secundário, de outro eu lembro até das palavras: “se nós CVM, Colegiado dizendo, se nós entendemos que isso aqui é um valor mobiliário não podemos descaracterizá-lo ao longo do tempo”..

???: E aí o prazo pode se tornar relevante.

RN: Mas isso depende da informação; de como foi informado. Não adianta ter maioria simples para modificar.

PF: Mas isso aí é regra de condomínio né?

LW: Então, quanto a esses, por exemplo, não seria mais possível abrir mão da obrigatoriedade. Teriam que conviver com os 10/15 anos, ainda que não queiram mais.

PF: Sim. Porque foi uma decisão do colegiado.

LW: Então esses caras, por exemplo, já não tem mais jeito tem que ter 10/15 anos.

PF: A não ser que haja uma no contrato, então agora essa questão no mercado secundário...

???: Isso vai encarecer a alteração do investimento como um todo.

PF: Só concluindo rapidamente. O mercado secundário pode acontecer; pode vir a existir. Não há nada que o impeça hoje de ocorrer. É uma futura oferta. Mas uma operação secundária, vamos dizer assim, tende a ser comum. Um proprietário de 15 unidades pode ir a mercado e vai oferecer uma unidade que não tem aquele histórico de demonstrações financeiras. Acho que é um produto muito diferente. Um produto que nós decidimos ali no condomínio que vamos ter. Acho que valeria muito essa decisão de vocês, de como essa decisão vai ser tomada em quais condições e tal, mas é um produto que vai ser oferecido no mercado. Aí a CVM até entraria na regulação das informações que vão ser passadas. Qual é a inspiração? É a legislação societária. Se vai financiar com o mercado ela abre o capital, coloca lá as demonstrações financeiras para todo mundo ver. Se um belo dia não quiser mais aquilo, não quer ser vista, ela fecha o capital, ponto final.

JE: Mas no caso específico você está falando de pequenos investidores, que entraram no negócio... Mais uma vez vamos lembrar da essência desse negócio: é um investimento imobiliário de pequeno valor, que trás remuneração mensal e que tem mercado secundário ativo; existe liquidez. Se você pegar o jornal de domingo para ter um envolvimento maior, falando de São Paulo, seja o Estado de São Paulo, Folha de São Paulo, você vai ter páginas e páginas de anúncios. Inclusive há várias imobiliárias especializadas única e exclusivamente em comprar e vender flat, apart-hotel, condo-hotel.

RG: Eu vou pedir licença que meu avião sai daqui a pouco, muito obrigado e parabéns pelas discussões.

OY: Vou ter isso até como um dos temas do nosso próximo evento. Conceitos de liquidez, mercado secundário para efeitos desse tipo de produto. Então eu tenho algumas ressalvas em relação a isso. Na verdade, ofertas secundárias no mercado de valores mobiliários, são conceitualmente problemáticas né? Quando vai ser pública... quando vai ser privada... então eu acho que esse é um tema que pode ser riquíssimo na discussão do futuro e certamente terá que ser discutido quando fizermos a próxima regulamentação.

PF: Eu acho que o problema, é que o Regis seguiu. Vou dar a palavra pra você agora Régis: como é que essa decisão vai ser tomada? E isso já veio para nossa mesa. Penso naquele modelo de ser facultativo, de você poder depois decidir ou poder abolir esse tipo de coisa. Quem vai votar nessa assembleia? Se for um exemplo de empreendimento em que um incorporador ou alguém ligado ao incorporador, alguma figura ali detém 60 unidades e num primeiro momento tem 100 unidades... Então acho que essa questão é muito mais importante do que parece. Você vende o negócio e depois... essa questão o Otávio bem sabe, melhor do que eu, por toda a experiência que ele teve na CVM, não é resolvida nem no mercado de capitais propriamente dito. Essa questão de discussão de voto em assembleia é muito ruim, eu acho que é muito mal amparada em minha opinião até hoje.

LW: Bom Paulo, só lembrando rapidamente que as demonstrações só são importes no momento da operação se não ate lá eu acho que não existe esse conflito em relação a incorporador, porque ali o incorporador está na mesma situação.

- Várias pessoas falando -

??:(...) Aí Passa a chave e passa a ser a importância e a importância das demonstrações financeiras é no momento das operações não no momento da incorporação que existe a obrigação de um procurador de entregar a obra.

PF: Esse voto não pode ser um voto. Não pode estar conflitado...

JE: Existe certa sabedoria hoje no que diz respeito à 734. Ela diz que ao longo do período de implantação do empreendimento, que você tem o risco principal de viabilização física, você informa o investidor como o negócio que ele investiu está se posicionando frente ao mercado. Aí vem a necessidade das atualizações anuais de viabilidade. O mercado flutua. Agora, a partir do momento que abriu o empreendimento, não há mais projeções. Há realidade e aí que tem importância a transparência (...)

- Várias pessoas falando -

LW: A demonstração é, na verdade, para refletir uma situação que já está ocorrendo.

RN: Mas aí entra na lei da sociedade anônima.

OY: É que se ficar eternamente na lei das sociedades anônimas elas vão começar a tratar as licenças de 150 pessoas que estão lá como todos os acionistas da Petrobrás.

RN: Lá em Porto Alegre os condo-hotéis, os apart-hotéis, um hotel que tem lá um determinado número de investidores, fechou as portas, e eles entraram agora na justiça.

- Várias pessoas falando -

OY: Outro ponto que eu queria discutir diz é se dezembro de 2013 é um marco ali que pra trás não aplica nada ou se vai ter algum tipo de modulação? Não só o uso do critério de prescrição. Fica um vácuo entre o ano de 2008 a 2013. É uma vida de 2001 a 2008, ali prescritos. Acredito que o ideal é ter uma modulação muito nítida e quanto antes sair uma decisão ou sair uma decisão da CVM mais saudável.

JE: Eu diria o seguinte, de setembro de 2010, até dezembro de 2013, até setembro de 2015, 5 anos, mas foi como o Paulo disse né, ao menos ele espera que um caso específico chegue para esse assunto.

OY: E a questão das demonstrações financeiras, acho que também cabe uma modulação mais ou menos na linha que ele falou porque são situações muito diferentes, de tamanho, de empreendimento, de modelo de operação.

JE: Mas veja o modelo de publicação de balanço pelo o que a CVM fala hoje é a internet, o custo é zero.

RN: Mas é caso a caso.

OY: Mas quem deve publicar? Conforme o modelo você vai ter publicações de vários balanços, balanço de quem? De condomínio civil?

JE: Não. O balanço da operação

OY: Eu sei, mas o modelo operacional não é único.

- Várias pessoas falando -

??: (...) mais rigoroso que o da 746, então talvez tenha que pensar mesmo em modulações.

??: até pra lembrar né assim, valor mobiliário né, mas no condo-hotel você tem um universo de 150, 200, 400 pessoas estourando a grande maioria da mesma cidade, que não comparece em nenhuma assembleia mas quando tem algum problema aparece em massa ou num grupo expressivo, que dizer, a possibilidade é muito grande diferente de uma ação companhia aberta super pulverizada, que o cara comprou pela Internet no Japão (...)

- Várias pessoas falando -

??: O mercado geográfico é muito restrito, você não compra condo-hotel em Manaus.

??: O mundo dos investidores é restrito e só pra complementar até, tem legitimidade uma decisão de uma assembleia convocada especificamente para esse fim, e que 65% dos investidores compareceram e decidiram por ampla maioria para melhorar o resultado de a operação atenuar os rigores das demonstrações financeiras, com o entendimento já entregue, com fins performados eu acho que (...)

RN: Não quer dizer que um minoritário não possa entrar contra...

JE: mas veja, sem querer contradizer o Rafael que agora não está presente, mas onerar a operação é relativo, uma coisa é você trabalhar com uma das “big five”, outra coisa é você trabalhar com auditor, pessoa física. Se você está trabalhando o empreendimento econômico no interior, simples, não tem alimentos e bebidas, basicamente, só quartos. Auditoria nesse caso, desculpe-me a expressão, é bico. É barata.

PF: Agora a questão que discutimos é se é obrigatório ou não.

OY: É sempre um debate sobre o tipo de peso que se vai colocar sobre quem. Visa ver sobre os ganhos que se tem, as externalidades positivas que vão ocorrer dessa medida regulatória. Então acho que isso envolve muito esse esforço de olhar em uma grande angular e ir modulando. Acho que esse é um debate em aberto que é um belo de um debate que talvez seja uma das principais coisas a se enfrentar quando você for discutir a regulamentação.

ATN: Mais uma vez lembrando-se da história do Hilton: como a CVM lembrou, tem previsão na convenção dos condôminos civis de auditoria obrigatória, balanço, assembleia, e auditoria obrigatória até hoje.

JE: muito provavelmente foi um instrumento utilizado para atrair o interesse dos investidores, pra trazer transparência.

- Várias Pessoas Falando -

ATN: mas eram 56 mil quotas (...)

PF: Mas efetivamente a posição da CVM é no sentido de que a demonstração financeira tem que acompanhar toda a vida do empreendimento.

JE: Bom, cumprindo o horário, encerramos aqui. Gostaria mais uma vez de agradecer o interesse e a participação de todos. Acho que esse trabalho é bastante rico. Não sei quanto tempo vai demorar para fazer a transcrição, mas adotaremos o mesmo método anterior. Vamos ter algum estudante se sacrificando, fazendo a transcrição, e quando ficar pronto encaminharemos para todos e cada um revisa seu texto. Na sequência tornamos público o documento.

(Agradecimentos gerais)